

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti

Assessing financial performace of a firm

Student: Bc. Barbara Kubiczková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Jiří Valecký, Ph.D.

Ostrava 2011

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně“.

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....

Podpis

# Obsah:

Úvod.....	3
2 Finanční analýza.....	5
2.1 Uživatelé finanční analýzy .....	5
2.1.1 Externí uživatelé.....	5
2.1.2 Interní uživatelé.....	6
2.2 Vstupní data pro finanční analýzu.....	7
2.2.1 Rozvaha.....	7
2.2.2 Výkaz zisku a ztráty .....	8
2.2.3 Výkaz cash flow .....	8
2.3 Metody finanční analýzy .....	8
2.4 Teoretické přístupy finanční analýzy .....	9
2.5 Analýza stavových ukazatelů .....	10
2.6 Charakteristika vybraných poměrových ukazatelů .....	10
2.6.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti .....	11
2.6.2 Ukazatele rentability .....	12
2.6.3 Ukazatele likvidity .....	12
2.6.4 Ukazatele aktivity.....	13
2.7 Analýza pyramidových soustav ukazatelů .....	14
2.7.1 Pyramidový rozklad ukazatele ROE .....	14
2.8 Metody kvantifikace vlivu v pyramidových rozkladech ukazatelů .....	15
2.8.1 Aditivní vazba .....	16
2.8.2 Metody rozkladu pro multiplikativní vazbu .....	16
3 Kritéria hodnocení finanční výkonnosti .....	19
3.1 Klasické metody hodnocení finanční výkonnosti .....	19
3.2 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti.....	21
3.3 Cash flow return on investment (CFROI) .....	22
3.4 Tržní přidaná hodnota (MVA) .....	22
3.5 Ekonomická přidaná hodnota (EVA).....	23
3.5.1 Metodika výpočtu ukazatele EVA .....	23
3.5.2 Transformace účetních dat .....	25
3.5.3 Definování operačních aktiv .....	26
3.5.4 Vyloučení neoperačních aktiv.....	26
3.5.5 Operační aktiva nevykázaná v účetnictví.....	26
3.5.6 Krátkodobé neúročené závazky .....	28
3.5.7 Definování výše čistého operačního výsledku hospodaření .....	28
3.6 Vymezení nákladů kapitálu.....	29
3.6.1 Náklady na celkový kapitál .....	29
3.6.2 Náklady na cizí kapitál .....	30
3.6.3 Náklady na vlastní kapitál .....	30
3.7 Pyramidový rozklad ukazatele EVA .....	33
4 Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku .....	35
4.1 Charakteristika společnosti .....	35
4.1.1 Produkty a služby .....	35
4.1.2 Projekty realizované v období 2006 - 2009 .....	36
4.1.3 Perspektiva a podnikatelské záměry .....	37
4.1.4 Vývoj vybraných ukazatelů.....	37

4.2	Horizontální a vertikální analýza .....	39
4.2.1	Horizontální analýza aktiv .....	39
4.2.2	Horizontální analýza pasiv .....	41
4.2.3	Vertikální analýza aktiv .....	43
4.2.4	Vertikální analýza pasiv .....	45
4.2.5	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty.....	47
4.2.6	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty.....	49
4.3	Tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku .....	50
4.3.1	Ukazatele zisku .....	50
4.3.2	Ukazatele rentability .....	51
4.3.3	Pyramidový rozklad ROE .....	53
4.4	Hodnocení finanční výkonnosti pomocí EVA .....	56
4.4.1	Vymezení celkových nákladů kapitálu společnosti .....	56
4.4.2	Determinování ukazatele EVA-Entity .....	61
4.4.3	Stanovení EVA-Equity.....	67
4.5	Pyramidový rozklad ukazatele EVA .....	68
4.6	Srovnání ukazatele EVA-Entity a EVA-Equity .....	73
4.7	Komparace s odvětvím.....	74
Závěr.....		77
Seznam použité literatury .....		80
Seznam zkratk		
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce		
Seznam příloh		

# Úvod

Hodnocení finanční výkonnosti společnosti se řadí v posledních letech ke stěžejním podnikovým činnostem. Zesiluje důraz kladený na zvyšování hodnoty pro investory, tedy vlastníky, kteří usilují o to, aby toto hodnocení výkonnosti firmy vyjadřovalo skutečný obraz o efektivnosti podnikových činností. Investoři tedy vyžadují informace o výnosnosti jimi vložených prostředků do podniku a jejím případném zvyšování.

Existují různé přístupy k měření a řízení podnikové výkonnosti od tradičních postupů až po moderní. S rozvojem kapitálových trhů a jejich postupnou globalizací začaly postupně ztrácet na svém významu tradiční postupy. Jejich konstrukce zpravidla vychází z účetních dat a jsou obvykle konstruována na bázi čistého zisku. Tyto data jsou ovlivněna účetními metodami a vyskytuje se zde velká pravděpodobnost, že může dojít ke zkreslení získaných výsledků. Moderní postupy jsou založeny na tržních datech a odrážejí ekonomický pohled na danou situaci. Díky tomu lépe vystihují výkonnost dané společnosti a navíc umožňují nalézt faktory, jež se podílejí na celkovém vývoji výkonnosti podniku.

Tento trend lze pozorovat i v podmínkách české ekonomiky. Se vstupem České republiky do Evropské unie a probíhajícími ekonomickými změnami bylo nutné, aby podniky dokázaly čelit sílící konkurenci, aby maximalizovaly svou konkurenceschopnost.

Cílem diplomové práce je posouzení finanční výkonnosti podniku v letech 2006 až 2009 prostřednictvím vybraných tradičních postupů, ale především pomocí ekonomické přidané hodnoty, jež se řadí mezi moderní postupy hodnocení.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol a to včetně úvodu a závěru. Teoretická část je rozdělena do dvou kapitol. Druhá kapitola charakterizuje metody finanční analýzy zejména poměrové ukazatele, rovněž popisuje pyramidové soustavy ukazatelů a také metody kvantifikace vlivu v pyramidových rozkladech. Následující kapitola je věnována kritériím finanční výkonnosti podniku. Nejprve je zde uvedena stručná charakteristika klasických ukazatelů výkonnosti i s jejich nedostatky. Největší část se zabývá metodikou výpočtu ekonomické přidané hodnoty, jež patří mezi nejpoužívanější moderní metody. Obsahem je věcné vyložení smyslu ukazatele ekonomické přidané hodnoty s následným zevrubným vymezením jednotlivých metod výpočtu tohoto ukazatele a definováním nákladů kapitálu. V závěru kapitoly je proveden pyramidový rozklad ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

Třetí kapitola zahrnuje seznámení s analyzovaným podnikem, který není jmenován, jelikož si vedení společnosti nepřálo tuto informaci zveřejnit. U této společnosti se provádí hodnocení ekonomické výkonnosti pomocí vybraných tradičních ukazatelů s následným

pyramidovým rozkladem ukazatele rentability vlastního kapitálu. Výše ukazatele ekonomické přidané hodnoty je stanovena pomocí dvou různých metod. U ekonomické přidané hodnoty zjištěné na bázi zúženého hodnotového rozpětí je uskutečněn pyramidový rozklad s následnou analýzou odchylek pomocí funkcionální metody. Dále je provedena komparace vybraných ukazatelů podniku s odvětvím v průběhu analyzovaného období. Podnik lze zařadit do odvětví „Ubytování a stravování“. Na závěr jsou shrnuty všechny zjištěné poznatky vztahující se k finanční výkonnosti společnosti a jsou navržena určitá doporučení a opatření.

## 2 Finanční analýza

V dnešní době je nutné, aby se společnosti neustále vyvíjely, aby dokázaly čelit konkurenci, a byly úspěšné. K hodnocení úspěšnosti podnikatelské činnosti se využívá finanční analýza, která hodnotí úspěšnost strategie daného podniku. Finanční analýza čerpá z informací obsažených v účetních výkazech a díky tomu, lze hodnotit minulost, současnost a budoucí vývoj společnosti, a hodnotit finanční situaci podniku. Pro posouzení finančního zdraví se používá celá řada poměrových ukazatelů. Jejich cílem je nalézt případné slabé stránky podniku a formulovat případné závěry pro budoucí vývoj firmy. Finanční analýzy se pro to řadí mezi podstatné složky finančního řízení firmy.

Finanční situace podniku se odvíjí od úrovně všech činností podniku, jelikož odráží objem a kvalita výroby, úroveň marketingové a obchodní činnosti, inovační aktivita a další podnikové činnosti. O výsledky finanční analýzy se zajímají různé zainteresované subjekty, které jsou určitým způsobem spjatý s fungováním dané společnosti, viz Růčková 2007.

### 2.1 Uživatelé finanční analýzy

Informace plynoucí z finanční analýzy dané firmy využívají různé subjekty, které přicházejí do kontaktu s danou společností. Zájemci o tyto informace se nazývají uživatelé finanční analýzy a lze je členit do různých skupin podle toho, o jaký typ informací mají zájem a jaký vztah je pojí s daným podnikem. Seznam skupin uživatelů finanční analýzy je velice obsáhlý a různorodý pro to jsou dále v textu vyjmenovány pouze ty nejznámější skupiny uživatelů finanční analýzy. Uživatele finanční analýzy lze rozdělit na externí a na interní. K externím uživatelům patří investoři, banky a jiní věřitelé, stát a jeho orgány, obchodní partneři (zákazníci a dodavatelé), konkurence apod. K interním uživatelům výsledků finanční analýzy náleží manažeři, odboráři, zaměstnanci, viz Grünwald a Holečková (2007).

#### 2.1.1 Externí uživatelé

Mezi externí uživatele patří investoři, banky a jiní věřitelé, stát a jeho orgány, obchodní partneři (zákazníci a dodavatelé), konkurence atd. *Investory* představují akcionáři nebo vlastníci a ostatní, kteří vložili svůj kapitál do podniku. Zajímají se především o finanční výkonnost podniku. Nejvíce sledují vývoj míry rizika a výnosnosti svých vložených prostředků do podniku, jelikož chtějí vědět, zda firma efektivně využívá tyto prostředky. Mají také zájem o to, aby firma dokázala čelit výkyvům ekonomiky, konkurenci, a dále se rozvíjela. Investory zajímá zejména stabilita a likvidita podniku, disponibilní zisk, od kterého

se obvykle odvíjí výše jejich dividend, proto investoři průběžně kontrolují výsledky hospodaření, které jim předkládá management. Z této příčiny může docházet k rozporu mezi managementem a vlastníky, jelikož obě tyto skupiny mají odlišné požadavky.

*Věřitelé* potřebují tyto informace, aby věděli, jaká je finanční situace jejich dlužníků, a aby dokázali posoudit, zda mohou poskytnout danému obchodnímu partnerovi obchodní úvěr v dané výši a za daných podmínek. *Banky* při poskytování úvěrů svým klientům často zahrnují do úvěrových smluv dodatky, ve kterých je vázána stabilita úvěrových podmínek na hodnoty některých finančních ukazatelů. Společnosti, které mají střednědobé a dlouhodobé bankovní úvěry, posílají bankám pravidelně reporty o své finanční situaci.

*Stát a jeho orgány* ověřují zejména správnost vykázaných daní. Dále státní orgány na základě těchto informací provádějí různá statistická šetření, kontrolu podniků se státní majetkovou účastí, rozdělování finančních výpomocí a získávání přehledu o finančním stavu podniků.

*Obchodní partneři* zde představují dodavatele, kteří se soustřeďují především na to, zda je podnik schopen hradit včas a v plné výši svoje závazky. *Dodavatelé* sledují především solventnost, likviditu a zadluženost. *Odběratelé* mají také zájem na příznivé finanční situaci dodavatele, jelikož mohou mít omezené možnosti nákupu. Odběratelé se zajímají o finanční situaci dodavatele, jelikož chtějí mít jistotu, že dodavatel splní své závazky.

*Konkurence* se zajímá o informace podniků, které podnikají podobné oblasti, jelikož chtějí srovnávat svoje výsledky hospodaření. Společnosti příliš nezveřejňují výsledky finanční analýzy mimo firmy, které získávají investory na kapitálových trzích. Pokud firmy zkreslují výsledky finanční analýzy, můžou ztratit svou dobrou pověst a konkurenční výhodu při získávání zdrojů pro financování podnikových činností, viz Grünwald a Holečková (2007).

### **2.1.2 Interní uživatelé**

Mezi interní uživatele finanční analýzy lze zařadit management, zaměstnance atd. *Management* využívá informace dostupné z finanční analýzy pro strategické a operativní plánování. Informace ohledně finanční situace pomáhají manažerům se rozhodovat správně při získávání finančních zdrojů, při zajišťování optimální majetkové struktury atd. *Management* podniku má mnohem snadnější přístup k širšímu okruhu informací, a proto může přesněji odhalovat slabé stránky podnikových činností.

*Zaměstnanci* mají zájem o to, aby jejich podnik prosperoval a byl finančně stabilní, jelikož jim jde o jistotu zaměstnání. Zajímají se také o možnosti v oblasti mzdové a sociální politiky, a další výhody poskytované zaměstnavatelem.



Výčet uživatelů finanční analýzy je mnohem širší a lze zde zařadit také daňové poradce, analytiky atd. Všichni uživatelé finanční analýzy usilují o to, aby tyto výsledky nebyly zkreslené a odrážely skutečnost, viz Kislingerová (2010).

## **2.2 Vstupní data pro finanční analýzu**

Finanční analýza by měla čerpat z transparentních dat, aby odrážela skutečnou finanční situaci podniku a aby mohl management provádět vhodná opatření ke zlepšení výchozího stavu. Základním zdrojem informací pro finanční analýzu jsou zejména účetní výkazy. Výkazy účetnictví lze rozdělit na výkazy finančního účetnictví a výkazy vnitropodnikové, ke kterým nemají přístup externí uživatelé, a jsou sestavovány podle vnitřních potřeb podniku. Tyto výkazy se využívají jako doplnění informací, které nejsou patrné ve výkazech finančního účetnictví, aby nedocházelo k případným zkreslením. Výkazy finančního účetnictví informují o stavu a struktuře majetku, zdrojích jeho krytí, o tvorbě a užití výsledku hospodaření, a také o peněžních tocích. Finanční analýza čerpá především ze tří základních výkazů finančního účetnictví. Mezi ně patří:

- rozvaha,
- výkaz zisku a ztráty,
- výkaz cash flow.

Dále se využívají další výkazy, které obsahují finanční informace jako výroční zprávy, prognózy finančních analytiků a vedení, burzovní informace, zprávy o vývoji měnových relací a úrokových měr atd.

### **2.2.1 Rozvaha**

Rozvaha zachycuje stav majetku, který představují aktiva, a zdrojů jeho krytí, které tvoří pasiva, k určitému časovému okamžiku, a proto se jedná o statický výkaz. Stav aktiv a pasiv jsou vyjádřeny v peněžních jednotkách vždy k poslednímu dni účetního období. Je nutno, aby se aktiva rovnala pasivům.

Aktiva se dělí na dlouhodobý majetek a krátkodobý oběžný majetek. Dodržuje se jejich postavení v reprodukčním procesu. Dlouhodobá aktiva si uchovávají svou formu v průběhu několika reprodukčních cyklů, odepisují se a svou hodnotu přenášejí postupně do hodnoty produkce. Oběžná aktiva mění svou podobu hned několikrát v průběhu jednoho reprodukčního cyklu a přechází do hodnoty produkce.

Pasiva se nerozdělují podle hlediska času jako aktiva, ale člení se z hlediska vlastnictví zdrojů financování, proto se rozlišují zdroje vlastní a zdroje cizí. Mezi pasiva patří vlastní

kapitál, cizí zdroje a ostatní pasiva. Cizí kapitál tvoří dluh společnosti, který musí být v různě dlouhém časovém horizontu uhrazen, viz Růčková (2007).

### **2.2.2 Výkaz zisku a ztráty**

Z výkazu zisku a ztráty lze zjistit výsledek podnikatelské činnosti společnosti. Hlavní rozdíl mezi rozvahou a výkazem zisku a ztráty je v tom, že rozvaha zachycuje aktiva a pasiva k určitému časovému okamžiku. Výkaz zisku a ztráty se vztahuje k určitému časovému okamžiku a obsahuje tokové veličiny, které jsou tvořeny na kumulativní bázi. Výkaz zisku a ztráty zachycuje vazby mezi výnosy podniku dosaženými v určitém období a náklady spojenými s jejich vytvořením. Výnosy i náklady jsou v peněžním vyjádření.

Za výnosy se považují peněžní částky, které podnik získal z veškerých svých činností za dané účetní období bez ohledu na to, zda v tomto daném období došlo k jejich inkasu. Náklady představují peněžní částky, které podnik v daném účetním období účelně vynaložil na získání výnosů, i když k jejich skutečnému zaplacení nemuselo dojít ve stejném období.

Konečný výsledek hospodaření za účetní období se skládá z provozního, finančního a mimořádného výsledku hospodaření. Součet výsledku hospodaření z provozní a finanční činnosti představuje výsledek hospodaření za běžnou činnost, viz Růčková (2007).

### **2.2.3 Výkaz cash flow**

Výkaz cash flow bývá nazýván přehledem o peněžních tocích, jelikož zachycuje peněžní toky v podniku během určitého období. Peněžní toky představují příjmy a výdaje peněžních ekvivalentů a peněžních prostředků, které představují peníze v hotovosti, na bankovních účtech a ceniny. Výkaz cash flow je tokovým výkazem, který odráží skutečnost, že podnik může být ziskový, ale současně platebně neschopný.

Výkaz cash flow lze rozdělit do tří základních částí a to provozní, investiční a finanční. Výkaz cash flow poskytuje informace o struktuře užití finančních prostředků a jejich důsledcích na finanční pozici podniku. Výkaz cash flow může mít dvě formy bilanční a sloupcovou a také jej lze kvantifikovat dvěma způsoby - přímo a nepřímo. Nejčastěji se používá nepřímá metoda, viz Růčková (2007).

## **2.3 Metody finanční analýzy**

V oblasti finanční analýzy existuje celá řada metod používaných k hodnocení finančního zdraví společnosti. Při výběru odpovídající metody finanční analýzy musí být brána zřetel na její přiměřenost. Výběr metody závisí na konkrétních potřebách podniku.

Finanční analýzu účetních výkazů lze provést různým způsobem, v různé míře podrobnosti, pomocí různých forem a technik. Výběr je třeba provést s ohledem na účelnost, nákladnost a spolehlivost.

Použitá metoda má mít zpětnou vazbu na vytyčený cíl a je vhodné také zkontrolovat zda metoda skutečně odpovídá stanovenému účelu. Důležitá je také interpretace výsledků, které musí být srozumitelné a odpovídat záměru zadavatele. Zadavatel má bez větších obtíží pochopit, o čem výsledky vypovídají. Podstatu metod finanční analýzy tvoří finanční ukazatele, které vyjadřují číselnou charakteristiku ekonomické činnosti podniku, viz Růčková (2007).

## **2.4 Teoretické přístupy finanční analýzy**

Metody používané ve finančních analýzách se člení různě. Lze je klasifikovat na metody deterministické a matematicko-statistické. Metody deterministické se využívají především pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období a patří mezi standardní nástroje pro běžné finanční analýzy v podniku. Analýza citlivosti slouží k posouzení nejistoty při analýze finančních výsledků podniků. Matematicko-statistické metody vycházejí obvykle z údajů delších časových řad a slouží především k posouzení determinantů a faktorů vývoje a k určení kauzálních závislostí a vazeb.

*Obr. 1.1 Členění metod finanční analýzy*

### Metody finanční analýzy

#### Deterministické metody:

- Analýza trendů (horizontální analýza),
- Analýza struktury (vertikální analýza),
- Poměrová analýza,
- Analýza soustav ukazatelů,
- Analýza citlivosti.

#### Matematicko-statistické metody:

- Regresní analýza,
- Diskriminační analýza,
- Analýza rozptylu,
- Testování statistických hypotéz (t-test, F-test).

Zdroj: Dluhošová (2008)

Podstatu finanční analýzy tvoří poměrové ukazatele, přičemž absolutní a rozdílové ukazatele mají doplňující úlohu. Velikost absolutních ukazatelů závisí obvykle na velikosti firmy a nelze je použít k mezipodnikovému srovnávání. Užitečné je srovnání vývoje vybraných absolutních ukazatelů v čase, viz Dluhošová (2008).

## 2.5 Analýza stavových ukazatelů

Analýza stavových ukazatelů obsahuje vertikální a horizontální analýzu. K posouzení časových změn ukazatelů se používá horizontální analýza. Z časových řad lze podrobně zkoumat průběh změn a odhalovat dlouhodobé trendy podstatných finančních položek. K rozboru se používají řetězové a bazické indexy. Při interpretaci je třeba vzít v úvahu změny absolutní i relativní. Absolutní změnu lze vyčíslit následovně:

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U. \quad (1.1)$$

Relativní změna se určí následovně:

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (1.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t - 1$  je předchozí rok.

Rozbor lze provádět meziročně, kdy se porovnávají dvě po sobě jdoucí období. Absolutní změna vyjadřuje, o kolik se změnila příslušná položka v čase. Relativní změna vystihuje, o kolik procent se změnila jednotka v čase.

Analýza struktury slouží k posouzení významu dílčích složek a jejich složení na vybraném souhrnném absolutním ukazateli. Obecný vzorec vypadá takto:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (1.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

Využívá se zejména při analýze aktiv a pasiv podniku, kdy jednotlivé položky rozvahy při tomto poměru mohou odrážet, z kolika procent se podílejí na celkové výši aktiv. Ve výkazu zisku a ztráty se jako celek bere např. velikost tržeb nebo celkové výnosy, viz Dluhošová (2008).

## 2.6 Charakteristika vybraných poměrových ukazatelů

Pomocí poměrové analýzy jsou analyzovány soustavy určitých poměrových ukazatelů, které lze konstruovat z účetních výkazů a tržních dat. Poměrový ukazatel se určí jako poměr jedné nebo několika účetních položek účetních výkazů k jiné položce nebo jejich skupině. Systém poměrových ukazatelů lze rozdělit do několika základních oblastí, mezi které patří ukazatele finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity, aktivity, a ukazatele, které vycházející z údajů kapitálového trhu. Ukazatele kapitálového trhu nejsou v textu definovány, jelikož právní forma analyzovaného podniku je společnost s ručením omezeným.

### 2.6.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita firmy vychází ze struktury zdrojů financování. Podstatu finanční stability tvoří vztah mezi aktivy a pasivy podniku. Důležitým ukazatelem, který je založen na tomto vztahu, je ukazatel finanční stability. Obecný vzorec vypadá takto:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (1.4)$$

Podíl vlastního kapitálu na aktivech poukazuje na dlouhodobou finanční stabilitu a vypovídá o tom, do jaké míry je podnik schopen financovat aktiva vlastními zdroji.

Oproti tomu ukazatel celkové zadluženosti udává, jak velká část aktiv je financovaná pomocí cizích zdrojů. Tento ukazatel se určí následovně:

$$\text{Ukazatel věřitelského rizika} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (1.5)$$

Tento ukazatel je důležitý pro dlouhodobé věřitele. Lze říci, že čím vyšší hodnotu tento ukazatel vykazuje, tím se zvyšuje riziko pro věřitele. Zadluženost nepatří mezi negativní skutečnosti, jelikož podnik není schopen financovat vše ze svých zdrojů.

Mezi ukazatele finanční stability patří také majetkový koeficient neboli finanční páka, který lze vyjádřit takto:

$$\text{Majetkový koeficient} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (1.6)$$

Cílem podniku je nalézt optimální poměr mezi vlastními a cizími zdroji, jelikož se může optimální zadluženost podílet na ziskovosti a růstu tržní hodnoty podniku, a protože financování podnikových aktivit pomocí vlastní zdrojů patří mezi dražší způsob financování.

Pomocí ukazatel úrokového krytí lze určit, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku. Zvýšení hodnoty úrokového krytí je indikátorem zlepšující se finanční situace podniku. Ukazatel se vypočítá takto,

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}}, \quad (1.7)$$

kde EBIT je zisk před úroky a daněmi.

Převrácenou hodnotu úrokového krytí je ukazatel úrokového zatížení.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}} \quad (1.8)$$

Úrokové zatížení poukazuje na to, o jakou část sníží úroky výsledek hospodaření. Souvisí se zadlužeností podniku.

## 2.6.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability firmy se používají pro hodnocení efektivnosti všech podnikových činností. Vyjadřují také schopnost podniku generovat zisk využitím investovaného kapitálu.

Rentabilita aktiv (ROA) stanoví schopnost podniku efektivně využívat všechna aktiva bez ohledu na zdroje, z jakých byly pořízeny. Ukazatel rentability lze stanovit takto:

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva}} \quad (1.9)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) vystihuje efekt, který plyne z jedné koruny investovaného kapitálu, který se skládá z dlouhodobého cizího kapitálu a vlastního kapitálu. ROCE lze vyčíslit takto:

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{vlastní kapitál} + \text{dlouhodobé dluhy}} \quad (1.10)$$

Rentabilita vlastního (ROE) se používá pro zjištění výnosnosti vlastních zdrojů. Tento ukazatel je důležitý pro investory. ROE totiž vyjadřuje kolik čistého zisku připadá na jednu korunu vlastního kapitálu, a určí se takto:

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}}, \quad (1.11)$$

kde EAT je čistý zisk.

Rentabilita tržeb (ROS) vyjadřuje stupeň ziskovosti. Lze ho vypočítat takto:

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (1.12)$$

Tento ukazatel se používá zejména pro mezipodnikové a časové srovnání.

## 2.6.3 Ukazatele likvidity

Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit včas a v plné výši své závazky. Odvíjí se také od schopnosti podniku přeměňovat oběžný majetek na peněžní prostředky. Ukazatel běžné likvidity udává, kolikrát je podnik schopen uspokojit všechny své věřitele, pokud by přeměnil veškerá svá oběžná aktiva na peněžní prostředky. Hodnoty běžné likvidity by měly být v rozmezí od 1,5 do 2,5. Běžná likvidita se vypočítá takto:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.13)$$

Ukazatel pohotové likvidity je očištěn o nejméně likvidní část oběžných aktiv. Hodnota pohotové likvidity by měla být v rozmezí od 1,0 do 1,5. Určí se takto:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.14)$$

Ukazatel okamžité likvidity představuje poměr nejlikvidnějších složek oběžných aktiv ke krátkodobým závazkům. Vypočítá se takto:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotovému platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (1.15)$$

Hodnoty jednotlivých ukazatelů likvidity je vhodné srovnávat s hodnotami odvětví nebo s podniky s obdobným charakterem podnikatelské činnosti.

#### 2.6.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity mohou vyjadřovat dobu obratu nebo obrátku jednotlivých složek aktiv a pasiv. Doba obratu vyjadřuje počet dní, po které jsou pasiva nebo aktiva vázaná v jednotlivých složkách kapitálu. Obrátka se využívá pro měření intenzity využívání investovaných finančních prostředků.

Obrátka celkových aktiv je používána pro stanovení míry využívání celkových aktiv podniku a slouží pro mezipodnikové srovnání. Vypočítá se takto:

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}} \quad (1.16)$$

Doba obratu aktiv se používá pro určení doby, za kterou dojde k obratu majetku podniku ve vztahu k tržbám. Stanoví se takto:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}, \quad (1.17)$$

kdy 360 vyjadřuje počet dní v roce.

Doba obratu zásob udává průměrný počet dní, po který jsou zásoby vázané ve firmě. Lze ji vyjádřit takto:

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (1.18)$$

Doba obratu pohledávek se používá pro stanovení průměrné doby splatnosti pohledávek a vyjadřuje, za jakou průměrnou dobu jsou pohledávky zaplacené. Určí se takto:

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (1.19)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje průměrný počet dní, na který byl poskytnut dodavatelský úvěr. Vypočítá se takto:

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky} \cdot 360}{\text{tržby}} \quad (1.20)$$

## 2.7 Analýza pyramidových soustav ukazatelů

Poměrové ukazatele používané ve finanční analýze mohou tvořit soustavu, která se skládá z různých dílčích ukazatelů. Rozlišují se dvě soustavy a to paralelní a pyramidová soustava. Rozdíl mezi těmito soustavami spočívá ve způsobu jejich konstrukce.

Podstatou paralelní soustavy je, že není konstruována na základě přesné matematické dekompozici. Soustava je složena ze skupin ukazatelů, do kterých jsou přiřazeny ukazatele dle příbuznosti interpretace.

Pyramidová soustava je založena na postupném rozkladu vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, kdy se určují dílčí vlivy jednotlivých ukazatelů na vrcholový ukazatel. Je nutno provést tento rozklad správně, aby podnik neměl zavádějící informace o vlivu dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel. Tato zjištění jsou dále využívána pro návrhy opatření a zlepšení pro danou společnost. Pyramidový rozklad lze provést na ukazateli EVA, ROA, ROE, viz Dluhošová (2008).

### 2.7.1 Pyramidový rozklad ukazatele ROE

Ukazatele rentability se řadí mezi důležité ukazatele výkonnosti, které lze ovlivnit prostřednictvím zadluženosti, aktivity a likvidity podniku. Z těchto důvodů se často vyčíslují vlivy jednotlivých dílčích ukazatelů na ukazatele rentability a na základě těchto zjištění podnik provádí příslušná opatření, viz Dluhošová (2008). Pyramidový rozklad ROE je konstruován na základě této rovnice:

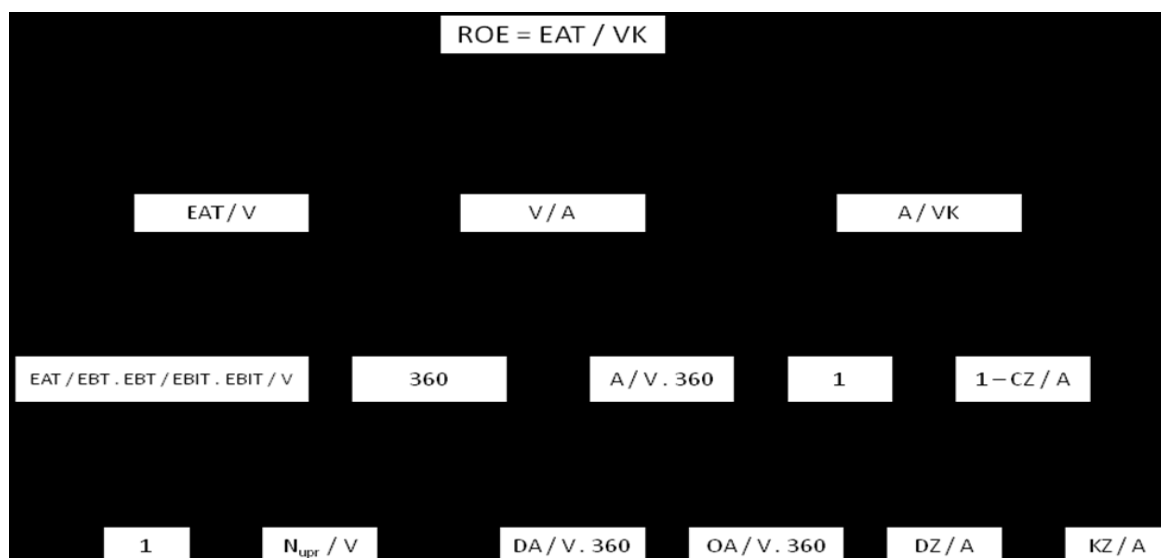
$$\text{ROE} = \frac{\text{EAT}}{\text{E}} = \frac{\text{EAT}}{\text{EBT}} \cdot \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \cdot \frac{\text{EBIT}}{\text{T}} \cdot \frac{\text{T}}{\text{A}} \cdot \frac{\text{A}}{\text{E}}, \quad (1.21)$$

kde  $\frac{\text{EAT}}{\text{EBT}}$  je daňová redukce zisku,  $\frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}}$  je úroková redukce zisku,  $\frac{\text{EBIT}}{\text{T}}$  je provozní rentabilita,  $\frac{\text{T}}{\text{A}}$  je obrat aktiv a  $\frac{\text{A}}{\text{E}}$  je finanční páka.

Příčinou změny ROE mohou být placené úroky a daně, které snižují výši zisku, rentabilita tržeb a produktivita aktiv. Pyramidový rozklad ROE znázorňuje následující obrázek.



Obr. 1.1 Pyramidový rozklad ukazatele ROE



Zdroj: Vlastní výpočty

Změnu vrcholového ukazatele lze určit jako součet vlivů změn dílčích ukazatelů, která se určí takto:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i}, \quad (1.22)$$

kde  $x$  je analyzovaný ukazatel,  $\Delta y_x$  je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele,  $a_i$  dílčí ukazatel,  $\Delta x_{a_i}$  je vliv dílčího ukazatele  $a_i$  na analyzovaný ukazatel  $x$ . Je možno analyzovat absolutní i relativní odchylku.

## 2.8 Metody kvantifikace vlivu v pyramidových rozkladech ukazatelů

Pomocí metod kvantifikace vlivu se stanovují a uskutečňují rozborů odchylek syntetických ukazatelů, hledají se a vyčíslují skutečnosti, které způsobují největší odchylky. Tyto metody se používají u metody pyramidového rozkladu. Pomocí této metody se určí vlivy jednotlivých faktorů. Pomocí metody kvantifikace vlivu lze zjistit souvislost mezi vrcholovým ukazatelem  $x$  a dílčími ukazateli  $a_i$ . Tuto souvislost lze zobrazit funkcí  $x = f(a_1, a_2, \dots, a_n)$ , která umožňuje stanovit míru vlivu dílčích ukazatelů. Prostřednictvím metody kvantifikace vlivu lze vyčíslit absolutní i relativní odchylku, viz Dluhošová (2008). Tyto odchylky se určí následovně:

$$- \text{absolutní odchylka, pokud } \Delta x = x_1 - x_0, \quad (1.23)$$

$$- \text{relativní odchylka, pokud } \Delta x = \frac{(x_1 - x_0)}{x_0}. \quad (1.24)$$

V pyramidových soustavách lze funkci  $x = f(a_1, a_2, \dots, a_n)$  znázornit pomocí těchto vazeb:

$$- \text{ aditivní vazba, pokud } x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n, \quad (1.25)$$

$$- \text{ multiplikativní vazba, pokud } x = \prod_i a_i = a_1 \cdot a_2 \cdot \dots \cdot a_n, \quad (1.26)$$

$$- \text{ zřídka se objevují exponenciální vazby, } x = a_1^{\prod_j a_j} = a_1^{a_2 \cdot a_3 \cdot a_4 \cdot \dots \cdot a_n}. \quad (1.27)$$

## 2.8.1 Aditivní vazba

Vyčíslení vlivů u aditivní vazby je celková změna rozdělena podle poměru změny ukazatele na celkové změně ukazatelů. Výpočet vypadá takto:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x, \quad (1.28)$$

kdy přitom změna  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ , resp.  $a_{i,0}$  je hodnota ukazatele  $i$  pro výchozí stav nebo čas (index 0) a následný stav nebo čas (index 1).

## 2.8.2 Metody rozkladu pro multiplikativní vazbu

Existují čtyři základní metody, které závisí na řešení multiplikativní vazby. Mezi tyto metody patří:

- metoda postupných změn,
- metoda rozkladu se zbytkem,
- logaritmická metoda rozkladu,
- funkcionální metoda rozkladu.

Předpokladem při vyčíslení vlivu u metody postupných změn a metody rozkladu se zbytkem je, že se při změně jednoho z ukazatelů hodnoty ostatních ukazatelů nemění. U metody logaritmické a funkcionální se počítá se současnou změnou všech ukazatelů při objasnění jednotlivých vlivů, viz Zmeškal (2004).

### *Multiplikativní vazba pro metodu postupných změn*

U této metody je celková odchylka rozdělena mezi dílčí vlivy. V případě součinu tří dílčích ukazatelů,  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ , jsou vlivy vyčísleny následovně:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \end{aligned} \quad (1.29)$$

$$\text{Obecně pro jakoukoliv řadu ukazatelů } R = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (1.30)$$

#### *Multiplikativní vazba pro metodu rozkladu se zbytkem*

Vlivy jsou vyčísleny se zbytkem tak, že vzniká zbytek  $R$ , který je výsledkem kombinace současných změn několika ukazatelů. V případě součinu tří dílčích ukazatelů,  $x = a_1 \cdot a_2 \cdot a_3$ . Předpokladem je, že každému vlivu je přiřazena stejná část zbytku. Vlivy lze vyčíslit takto:

$$\begin{aligned} \Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{3}, \end{aligned} \quad (1.31)$$

$$\text{přítom zbytek } R = \Delta y_x - [\Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (1.32)$$

Obecně pro jakýkoliv počet dílčích ukazatelů lze vliv daného faktoru zobrazit takto:

$$x = a_1 \prod_{j \neq i} a_{j,0} \frac{\Delta y_x}{\Delta x} + \frac{R}{n}, \quad (1.33)$$

$$\text{kde zbytek } R = \Delta y_x - \Delta a_i \cdot \prod_{j \neq i}^n a_{j,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}. \quad (1.34)$$

#### *Multiplikativní vazba pro logaritmickou metodu rozkladu*

U této metody je brána v potaz současná změna všech ukazatelů při objasnění jednotlivých vlivů. Podstatu metody tvoří spojitě výnosy, neboť  $\ln I_{a_i}$  a  $\ln I_x$  představují spojitý výnos ukazatelů  $a_i$  a  $x$ . Vlivy jednotlivých ukazatelů jsou vyjádřeny takto:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x, \quad (1.35)$$

přítom  $I = \frac{x_1}{x_0}$  a  $I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$  jsou indexy analyzovaného a dílčích ukazatelů.

#### *Multiplikativní vazba pro funkcionální metodu*

Zde je zohledněn současný vliv všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. Vychází z diskretních výnosů, jelikož  $R_{a_i}$  a  $R_x$  znamenají diskretní výnosy ukazatelů  $a_i$  a  $x$ .

Při rovnoměrném dělení zbytku a součinu tří dílčích ukazatelů jsou vlivy vyčísleny takto:

$$\begin{aligned}
 \Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\
 \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\
 \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left( 1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x.
 \end{aligned} \tag{1.36}$$

Přitom význam symbolů je následující  $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ ,  $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$ ,  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ .

*Exponenciální vazba pro logaritmickou metodu*

Tuto vazbu lze analyzovat pouze u logaritmické metody  $x = a_1^{a_2}$ .

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{\ln a_1}}{\ln I_{\ln x}} \cdot \Delta y_x, \Delta x_{a_2} = \frac{\ln I_{a_2}}{\ln I_{\ln x}} \cdot \Delta y_x. \tag{1.37}$$

### 3 Kritéria hodnocení finanční výkonnosti

V měnícím se podnikatelském prostředí je důležité, aby podniky reagovaly velmi pružně na jeho změny. Díky zkoumání a zvyšování výkonnosti si mohou udržet svou konkurenční výhodu. Výkonnost je založena na provádění adekvátních měření, které vycházejí z identifikace klíčových faktorů ovlivňujících výkonnost podniku. Pouze efektivní řízení a hodnocení výkonnosti zajistí plnění stanovených cílů a úspěšný rozvoj podniku. Výkonnost lze hodnotit subjektivně z pohledu různých zájmových skupin, jelikož každá tato skupina má jiné cíle.

Vyvinula se tedy široká škála kritérií vyjadřujících výkonnost podniku. Lze říci, že dříve bylo hodnocení výkonnosti spíše teoretickou záležitostí, než je tomu dnes, kdy se podniky snaží maximalizovat akcionářskou hodnotu (shareholder value). Maximalizace akcionářské hodnoty představuje snahu podniku dosáhnout co největšího přínosu pro akcionáře, např. v podobě dividend nebo růstu cen akcií. Růst této hodnoty také snižuje náklady na získávání kapitálu prostřednictvím kapitálových trhů. Pojem shareholder value se používá v angloamerickém prostředí, kde jsou vyspělé kapitálové trhy, viz Mařík a Maříková (2005).

Stakeholder value zdůrazňuje dlouhodobý princip fungování podniku a tím nutnost zajistit všem subjektům participujícím na chodu podniku uspokojení. Pokud bude výnosnost podniku dostatečná, vlastníci zde ponechají svůj vložený kapitál, podnik bude prodávat své výrobky a služby zákazníkům, a tím bude schopen splácet své závazky a bankovní úvěry.

Neustále se vedou diskuse o volbě nejvhodnějšího konceptu řízení a měření výkonnosti podniku. Debatuje se o tom, zda je vhodnější použít klasické (tradiční) ukazatele nebo pouze moderní ukazatele založené na hodnotovém řízení. Jednotlivé skupiny ukazatelů se liší tím, zda zahrnují pouze náklady na cizí kapitál nebo i na vlastní kapitál, jestli se jednoduše spočítají, či jsou upravené o inflaci. Liší se také tím, jestli v sobě obsahují hodnocení historického nebo i budoucího vývoje, viz Pavelková a Knápková (2009).

#### 3.1 Klasické metody hodnocení finanční výkonnosti

Dosavadní přístupy k měření výkonnosti vycházely především z maximalizace zisku, který byl základním cílem ekonomické činnosti podniku a který byl základním prvkem při sestavování klasických ukazatelů. Klasické ukazatele lze rozdělit do tří skupin. První skupinu

představují ukazatele zisku, které v sobě zahrnují různé formy zisku, které se využívají, např. pro konstrukci různých ukazatelů. Dále zde náleží ukazatele cash flow a ukazatele rentability.

**Ukazatele zisku** patří mezi běžná měřítka výkonnosti podniku. Zisk lze totiž vyjádřit různě, např. jako čistý zisk (EAT), zisk před daněmi (EBT), zisk před úroky a daněmi (EBIT), zisk před úroky, daněmi a odpisy (EBITDA) atd. *Čistý zisk (Earnings After Taxes; EAT)* představuje zisk po zdanění, který je určen k přerozdělení. Výše a způsob přerozdělení zisku může v budoucnu ovlivnit hodnotu podniku. *Zisk před zdaněním (Earnings Before Taxes; EBT)* se používá pro mezipodnikové srovnání mezi tuzemskými a zahraničními podniky, jelikož jeho výše není ovlivněna různou mírou zdanění. *Zisk před úroky a daněmi (Earnings before Interest and Taxes, EBIT)* je zisk před zdaněním navýšený o nákladové úroky, který měří efekt podnikatelské činnosti. Na jeho bázi je konstruován ukazatel ROA, který měří produkční sílu aktiv. *Zisk před úroky, daněmi a odpisy (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization; EBITDA)* se využívá především v USA. Výhodou je, že lze srovnávat podniky nezávisle na politice odpisování, jelikož neobsahuje odpisy plynoucí z realizovaných investic. *Zisk na akcii (Earnings per share; EPS)* je vyčíslením výše čistého zisku připadajícího na jednu akcii podniku. Je využíván investory na kapitálových trzích. Jeho zvýšení lze dosáhnout při větším podílu cizích zdrojů nebo zvýšením zisku se stejnou výší vlastního kapitálu.

**Ukazatele cash flow** zobrazují peněžní toky podniku. Kromě zisku, který tvoří rozdíl mezi výnosy a náklady podniku, je třeba také sledovat výdaje a příjmy podniku, jelikož mezi těmito veličinami existuje věčný nesoulad. Ukazatele cash flow vycházejí z výkazu cash flow, kde jsou zachyceny reálné peněžní příjmy a výdaje. Je nutné sledovat změnu stavu peněžních prostředků, aby mohl podnik včas a v plné výši hradit své závazky.

**Ukazatele rentability** představují měřítko míry zisku. Patří mezi relativní ukazatele, které lze použít pro srovnání v čase i mezi podniky. *Rentabilita tržeb (Return on Sales; ROS)* vyjadřuje ziskovou marži podniku. Měl by mít stoupající tendenci, jelikož udává stupeň ziskovosti. Pro mezipodnikové srovnání je dobré jej konstruovat pomocí EBIT, kdy je odstraněn problém odlišného zdanění a vliv různé kapitálové struktury podniku. *Rentabilita aktiv (Return on Assets, ROA)* měří produkční sílu podniku. Zobrazuje ziskovost aktiv bez ohledu na to, z jakých zdrojů je majetek pořízen. *Rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity, ROE)* je znázorněním výnosnosti kapitálu vloženého vlastníky podniku. Počítá ziskovost z účetní hodnoty vlastního kapitálu. Jeho hodnota by měla být vyšší než hodnota alternativního nákladu na kapitál.

Nedostatkem tradičních ukazatelů výkonnosti je, že vycházejí z účetních dat a to především z účetního výsledku hospodaření. Nezahrnují v sobě faktor rizika, inflaci nebo časovou hodnotu peněz a nesrovnávají výsledek hospodaření s náklady obětované příležitosti.

Hlavním nedostatkem účetního výsledku hospodaření je to, že může být ovlivněn používanými účetními postupy v daném podniku. Může být tvořen z větší části mimořádným výsledkem hospodaření nebo výsledkem hospodaření, který neplyne z hlavní činnosti podniku. Dalším problémem je vymezení kapitálu podniku a jeho struktury. Některá aktiva, jež slouží k hlavní činnosti, nemusí být zahrnuta v rozvaze. Problémem je také obtížné vyčíslení některých nehmotných aktiv. Ukazatele jsou konstruovány na základě zůstatkové ceny aktiv, která se odvíjí od zvolené metodiky odpisování, vzniká tedy problém historických cen. Navíc mohou aktiva obsahovat majetek, jenž nemusí být vůbec využíván pro primární podnikatelskou činnost podniku.

Ukazatele rentability je vhodné porovnávat s náklady obětované příležitosti, jelikož v sobě nezahrnují riziko plynoucí z podnikání, riziko spojené s používáním cizího kapitálu, riziko platební neschopnosti a ani odhad budoucího vývoje, hodnotí pouze minulé období, viz Pavelková a Knápková (2009).

### **3.2 Moderní ukazatele hodnocení výkonnosti**

Nedostatky tradičních ukazatelů plynou z rozdílu mezi tržním oceněním podniku a výkonností měřenou na základě účetních dat. Trh oceňuje výhodnost investice na základě očekávaných peněžních toků, které bude investice generovat v budoucnu. Očekávané peněžní toky se přepočítávají na současnou hodnotu pomocí nákladů na kapitál, aby vyjadřovaly míru rizika a zohledňovaly časovou hodnotu peněz.

Cílem modernějších přístupů hodnotového řízení je propojit všechny činnosti i subjekty, které se podílejí na chodu podniku a zvýšit tak hodnotu vložených prostředků vlastníky podniku. Do současných ukazatelů se začleňuje ekonomický zisk, který vedle běžných nákladů podniku bere v úvahu i alternativní náklady kapitálu. Alternativní náklad znamená výnos z obětované investiční příležitosti vlastníka podniku, která nese stejné riziko, jako daný podnik.

Vzhledem k tomu, že se koncept řízení hodnoty podniku považuje za jednu z nejvýznamnějších úloh finančního řízení, proto se většina moderních hodnotových ukazatelů odvíjí od této hodnoty.

Není jednoduché nalézt takový ukazatel výkonnosti, aby vyhovoval všem na něj kladeným požadavkům, a proto se v praxi používají různorodé ukazatele a koncepty řízení

výkonnosti. Mezi nejrozšířenější a nejpoužívanější ukazatele patří diskontované cash flow (DCF), tržní přidaná hodnota (MVA), excess return, total shareholder return (TSR), shareholder value added, cash flow return on investment CFROI, cash return on gross assets (CROGA), economic value added (EVA) atd. Dále v textu jsou blíže představeny některé z těchto ukazatelů.

### **3.3 Cash flow return on investment (CFROI)**

CFROI vyjadřuje rentabilitu investic založenou na peněžních tocích. Lze jej chápat jako nástroj pro hledání odpovědi na otázku, jaká je hodnota akcie a proč. CFROI reprezentuje ukazatel výnosnosti investic pro celý podnik. Jedná se o dynamickou výnosnost, jejímž základem je vnitřní výnosová míra. CFROI lze chápat jako odhad reálné míry výnosnosti všech aktiv podniku, které mohou být považovány za portfolio projektů. CFROI srovnává zdaněné budoucí cash flow upravené o inflaci, které je k dispozici podnikovým investorům, s inflačně upravenou hotovostní investicí brutto, viz Mařík a Maříková (2005).

Díky CFROI lze porovnávat podniky v čase a podniky s různou skladbou aktiv v různých zemích, jelikož při stanovení hodnoty tohoto ukazatele jsou odstraněny účetní nedostatky, a je zohledněna inflace. Navíc díky tomu, že je CFROI vyjádřen v procentech, se snadněji provádí mezipodnikové srovnání.

Určení hodnoty ukazatele CFROI je velmi náročné na úpravy. Pokud CFROI stanovuje externí uživatel, je pro něj složité vyjádřit brutto hodnotu investic v běžných cenách, jelikož neví, kdy byla jednotlivá dlouhodobá aktiva pořízena, a proto výpočet CFROI zůstává pouze na podnikové úrovni.

V ČR není ukazatel CFROI příliš používán, jelikož není příliš znám, měří pouze výkonnost veřejně obchodovatelných společností, jeho vyčíslení je obtížné a úpravy, které je nutno provést pro jeho stanovení, jsou nepříliš zřejmé. Využívají ho často podniky se zahraniční účastí a portfolioví investoři a konzultantské firmy jej využívají pro hodnocení výkonnosti, oceňování podniku a pro rozhodnutí o umístění zdrojů.

### **3.4 Tržní přidaná hodnota (MVA)**

Tržní přidaná hodnota (Market Value Added) měří rozdíl mezi tržní hodnotou podniku a kapitálem investovaným do podniku. Cílem je dosáhnout co nejvyšší hodnotu MVA. Ke zvýšení dojde, pokud investovaný kapitál přináší více, než činí náklady na kapitál. Mezi nevýhody ukazatele patří skutečnost, že není vždy měřitelné a jasné, zda je jeho hodnota vytvořena prací manažerů nebo okolnostmi, které nelze ovlivnit a také, zda je dosažená



hodnota MVA v souladu s očekáváním investorů. MVA patří mezi měřítka celopodnikové výkonnosti. Používá se jen u veřejně obchodovatelných společností. Výhodou je, že hodnota je uznána trhem. Zahrnuje tedy odhady budoucího vývoje podniku.

### **3.5 Ekonomická přidaná hodnota (EVA)**

Ekonomická přidaná hodnota se více využívá v praxi u společností v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Autory metody EVA jsou Američané Stewart a Stern, kteří metody detailně rozpracovali. Rozvoj kapitálových trhů totiž vytvořil prostor pro řízení podniků založené na maximalizaci akcionářské hodnoty (shareholder value). Růst akcionářské hodnoty představují dividendy, které jsou vypláceny akcionářům, ale větší význam má pro ně zisk plynoucí z růstu cen akcií.

Ukazatele rentability, které jsou konstruovány na bázi účetního výsledku hospodaření, nezohledňují tvorbu akcionářské hodnoty, časovou hodnotu peněz a především riziko. Další nevýhodou je, že může dojít k nežádoucím zkreslením, jelikož firma může pomocí legálních účetních postupů ovlivňovat výši vykázaného výsledku hospodaření. Díky těmto nedostatkům se začal více používat ukazatel ekonomických zisků v podobě EVA, který:

- úzce souvisí s hodnotou akcií;
- využívá velmi mnoho informací a údajů z účetnictví včetně ukazatelů konstruovaných na bázích účetních dat,
- využívá se pro hodnocení výkonnosti a zároveň i pro ocenění společnosti.

Tyto předpoklady tedy splňují ukazatele založené na konceptu ekonomických zisků, především ukazatel EVA, jehož základním principem je to, že měří ekonomický zisk (nadzisk). Ekonomický zisk je dosažen tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale zejména náklady na vlastní kapitál. Pokud podnik dosahuje účetního zisku, vykazuje také ekonomický zisk v případě, že je účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Ukazatel EVA se využívá jako ukazatel finanční analýzy, pro řízení podniku, motivování zaměstnanců, oceňování podniku nebo pro měření výnosnosti, viz Mařík a Maříková (2005).

#### **3.5.1 Metodika výpočtu ukazatele EVA**

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu. Existují dva základní principy propočtu a to na bázi provozního zisku nebo hodnotového rozpětí (Value Spread). Jedná se o tzv. ekonomický model. EVA na bázi provozního zisku – EVA-Entity, se vypočítá takto:

$$EVA = NOPAT - C \cdot WACC, \quad (2.1)$$

kde NOPAT (net operating profit after taxes) představuje zisk z operační činnosti podniku, C je kapitál vázaný v aktivech, která slouží k provozování hlavní činnosti podniku, WACC jsou průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average cost of capital).

Pokud je ukazatel EVA kladný, znamená to, že byla vytvořena nová hodnota pro investory. Pokud ukazatel EVA má zápornou hodnotu, dochází k úbytku hodnoty, viz Mařík a Maříková (2005).

Hodnotové rozpětí znamená ekonomickou rentabilitu, která se vypočte jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál, výpočet vypadá následovně:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C, \quad (2.2)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu. Výše EVA se odvíjí od rozdílu mezi ROC a WACC, který se nazývá reziduálním výnosem kapitálu.

EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí se označuje jako EVA-Equity, jelikož tento model vychází z účetních dat, jedná se tedy o model účetní. EVA-Equity se stanoví takto:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E, \quad (2.3)$$

kde ROE představuje výnosnost vlastního kapitálu,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu, E je vlastní kapitál. Pro investory je důležité, aby rozdíl mezi ROE a  $R_E$  byl co největší.

Pro porovnání výkonnosti v jednotlivých obdobích nebo pro mezi podnikové srovnání lze použít pouze spread ( $ROE - R_E$ ). Aplikuje se obvykle v případech, kdy není k dispozici dostatek informací pro transformaci účetního modelu na ekonomický. EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí se vypočte takto:

$$EVA / A = (ROE - R_E). \quad (2.4)$$

Výše vlastního kapitálu zde neovlivňuje hodnotu ukazatele a lze zjistit relativní výkonnost společnosti, viz Dluhošová (2008).

Mezi základní a nejdůležitější složky výpočtu ukazatele EVA-Entity patří čistý provozní zisk po zdanění, celkový kapitál pro operační činnost a průměrné vážené náklady kapitálu.

NOPAT tvoří zisk z operační činnosti snížený o daň. Operační výsledek hospodaření se liší od provozní výsledku hospodaření tím, že může v sobě zahrnovat i část finančního výsledku hospodaření. Operační činnost je ta část podnikatelské činnosti, která slouží základnímu podnikatelskému účelu. Aktiva sloužící operační činnosti se označují jako aktiva operační a ostatní aktiva se označují jako neoperační aktiva. Tyto skutečnosti ovlivňují výši operačního výsledku hospodaření, kdy je nutno očistit provozní výsledek hospodaření

o výnosy a náklady, které nesouvisí se základní ekonomickou činností podniku. NOPAT je tedy operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní, které se vyznačují:

- vyloučením vlivu neprovozních nákladů a výnosů,
- výpočtem daně za předpokladu, že by byl podnik financován jen vlastním kapitálem,
- vyloučením latentních daní, pokud jsou účtovány.

*Capital* znamená hodnotu aktiv nutných pro realizaci operačního zisku. Při jeho zjištění se vychází z účetních aktiv, která se upravují o řadu položek. Definování operačních aktiv může být v konkrétních situacích různé, jelikož závisí na druhu podnikatelské činnosti. Je nutno dodržovat souvislosti mezi operačními aktivy a výsledkem hospodaření z operační činnosti.

*WACC* je vážený průměr nákladů na celkový kapitál. *WACC* lze stanovit tak, že se nejprve vymezi váhy jednotlivých složek kapitálu, náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál, viz Mařík a Maříková (2005).

### **3.5.2 Transformace účetních dat**

Výpočet ukazatele EVA-Entity představuje ekonomický model, který je odvozen z účetního modelu. Ekonomický model bere v úvahu, oproti účetnímu, potřeby akcionářů a klade důraz na soulad mezi daty potřebnými k měření výnosnosti. Především je nutno dodržovat konzistenci mezi ekonomickým ziskem, operačními aktivy a náklady kapitálu. Je potřeba zachovávat tyto náležitosti:

- operační aktiva jsou určena v souladu s tím, jak jsou chápány základní činnosti firmy,
- v souvislosti s operačními aktivy musí být správně určeny náklady a výnosy vztahující se k operačním aktivům,
- po stanovení operačních aktiv se pozmění struktura financování a vymezi se náklady na jednotlivé finanční zdroje.

Účetní hlediska nevystihují všechny požadavky hodnocení hospodářské situace, a proto je nutno účetní data upravit tak, aby co nejvíce vystihovala realitu. Je třeba provést konverzi účetního modelu na model ekonomický. Konverze se provádí ve čtyřech základních krocích. Nejprve se provede *konverze na operační aktiva*, kdy ekonomický zisk je výsledkem zapojení operačních aktiv, jelikož běžné účetní výkazy neobsahují členění na operační aktiva, proto se vychází z dostupných informací.

*Konverzí finančních zdrojů* se míní věcné doplnění účetně vykazovaných zdrojů financování tak, aby vystihovala reálný a úplný obraz financování podniku. Problém představuje financování pomocí leasingu a dalších forem pronájmu. Mezi potřebné úpravy

patří zvýšení operačního výsledku hospodaření o úrokovou část leasingových splátek, úprava finančních zdrojů o krátkodobé neúročené závazky a také úprava vykazovaných rezerv.

*Konverze daňová* představuje úpravu vypočtené daně, jelikož NOPAT a účetní výsledek hospodaření se od sebe liší. Zatímco *konverze akcionářská* představuje modifikace na straně pasiv, jelikož při výpočtu NOA jsou do aktiv zahrnována aktiva, která nejsou běžně vykazována. Dochází hlavně ke zvyšování vlastního kapitálu, které se projevuje v upravené rozvaze jako ekvivalent vlastního kapitálu, viz Mařík a Maříková (2005).

### **3.5.3 Definování operačních aktiv**

Operační aktiva se určují z rozvahy, kdy je nutno odstranit z aktiv neoperační aktiva a aktivovat, pokud možno v tržním ocenění, položky, které účetně v aktivech vykazovány nejsou. Dále se aktiva sníží o neúročený cizí kapitál.

### **3.5.4 Vyloučení neoperačních aktiv**

V tomto kroku se určí, která aktiva mají operační charakter. Tyto úpravy do značné míry závisí na situaci konkrétního podniku a subjektivním názoru analytika, jenž provádí výpočet. Mezi neoperační aktiva lze zařadit krátkodobé cenné papíry a podíly, které se nepovažují za dlouhodobé uložení peněz, a mohou být kdykoli prodána, aniž by došlo k ohrožení operační činnosti podniku. Obdobně se postupuje u dlouhodobého finančního majetku, kdy finanční investice, které mají portfoliový charakter, se do operačních aktiv nezařazují. Pokud v souvislosti s investicí dochází k propojení mezi hlavní činností analyzované společnosti a společností, do které je investováno, pak je vhodné tuto finanční investici nechat. Vlastní akcie podle českých účetních standardů jsou vyloučeny z vlastního kapitálu, a proto není vhodné, aby tvořily součást operačních aktiv. Nedokončené investice se řadí mezi potřebný majetek, ale nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření, proto je vhodné nedokončené investice rovněž vyloučit. Aktiva, která nejsou využívána k operační činnosti, a jsou nevyužita nebo pronajata, se vyloučí. Taková aktiva představují pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby apod., Mařík a Maříková (2005).

### **3.5.5 Operační aktiva nevykázaná v účetnictví**

Mezi operační aktiva nevykázaná v účetnictví patří finanční leasing, který je nutno započítat do operačních aktiv v tržní hodnotě. Finanční leasing často tvoří podstatnou část investic hlavně v malých podnicích a je nutné, aby majetek pořízený pomocí leasingu byl začleněn do aktiv a z něho plynoucí závazky zařazeny do pasiv.

Následky začlenění takto pořízeného majetku do aktiv nájemce je nutno promítat do propočtu výsledku hospodaření. V nákladech je třeba platby za leasing rozdělit na odpisy z pronajatého majetku a na finanční náklady spojené s jeho pořízením, které jsou ekonomickým vyjádřením úroku z úvěru. Leasing je zastoupen nákupem majetku na úvěr, který odpovídá podmínkám leasingové smlouvy. Cílem je určit implicitní úrokovou míru, která odpovídá tržní úrokové míře leasingové operace, která se vypočítá takto:

$$H_{PL} = \sum_{n=1}^n (1 + i_L)^{-t} \cdot LP_t, \quad (2.5)$$

kde  $H_{PL}$  je hodnota předmětu leasingu,  $i_L$  je implicitní úroková míra a  $LP_t$  je výše leasingových plateb na začátku nebo na konci intervalu.

Implicitní úroková míra leasingu je taková úroková míra, při které se současná hodnota všech plateb spojených s leasingovou smlouvou rovná tržní ceně, za kterou by bylo možné v době zahájení leasingu daný předmět koupit. Hodnota leasingu zde představuje cenu aktiva, které je později odepisováno, a také se používá jako výchozí hodnota úvěru na pořízení majetku. Aktiva se odepisují běžným způsobem.

Platby leasingové společnosti obsahují splátky přijatého úvěru a platby úroků za poskytnutý úvěr, a aby se dalo leasingové platby rozdělit na tyto dvě části. Výše úroků placených každý rok se zjistí takto:

$$U_t = i_L \cdot \text{výše leasingové ho závazku na začátku období } t, \quad (2.6)$$

kde  $U_t$  je velikost úroků placených každý rok a  $i_L$  je implicitní úroková míra.

Pokud jsou určeny leasingové platby, lze stanovit splátky úvěru tímto způsobem:

$$SU_t = LP_t - U_t, \quad (2.7)$$

kde  $SU_t$  je implicitní splátka úvěru odpovídajícího leasingu,  $LP_t$  je výše leasingových plateb na začátku nebo na konci intervalu a  $U_t$  je velikost úroků placených každý rok.

O tyto splátky se sníží na konci každého roku stav závazků až do konce leasingové smlouvy, pokud je splátkový kalendář sestaven správně, je hodnota leasingového závazku na konci leasingové smlouvy nulová.

Pokud nelze zjistit hodnotu předmětu leasingu, lze nejdříve vyčíslit úrokovou míru, a hodnota předmětu leasingu se následně vypočítá jako současná hodnota leasingových plateb při odhadnuté úrokové míře.

Kromě finančního leasingu lze zařadit mezi aktiva nevykázaná v účetnictví ekvivalenty vlastního kapitálu, které jsou výsledkem ocenění aktiv analyzovaného podniku

z pohledu vlastníka. Často mají kladnou hodnotu a zvyšují hodnotu vlastního kapitálu, ale mohou mít i zápornou hodnotu.

Mezi aktiva nevykázaná v účetnictví náleží také goodwill, který vzniká např. při koupi podniku, kdy zaplacená částka je vyšší než rozdíl mezi skutečnou cenou aktiv a závazků. Goodwill je také tvořen hodnotou nehmotného majetku, který je spjat s firmou jako celkem.

Dále mezi aktiva nevykázaná v účetnictví náleží tiché rezervy, které vznikají prostřednictvím odpisů a opravných položek v aktivech nebo pomocí rezerv v pasivech. Jsou tvořeny často úmyslně vytvářenými rádobý nadbytečnými rezervami. Je třeba zvážit relativní výši rezerv a opravných položek, viz Mařík a Maříková (2005).

### **3.5.6 Krátkodobé neúročené závazky**

Z operačního výsledku hospodaření je nutno odstranit sumu všech nákladů na cizí kapitál, jelikož jsou odečteny až později při výpočtu EVA spolu s náklady na vlastní kapitál. Krátkodobé závazky se skládají převážně z dodavatelských úvěrů, které nejsou explicitně úročeny. Náklady dodavatelských úvěrů jsou obsaženy v nákupních cenách. Mezi krátkodobé závazky patří:

- závazky z obchodních vztahů,
- závazky ke společníkům a sdružením,
- závazky k zaměstnancům,
- závazky ze sociálního zabezpečení,
- stát – daňové závazky a dotace,
- závazky k podnikům s rozhodujícím vlivem,
- závazky k podnikům s podstatným vlivem atd.

Patří zde také pasivní položky časového rozlišení, rezervy mající charakter reálných závazků a dlouhodobé přijaté zálohy, viz Mařík a Maříková (2005).

### **3.5.7 Definování výše čistého operačního výsledku hospodaření**

Operační zisk vytvářejí čistá operační aktiva, která podnik využívá pro svou hlavní činnost. Při výpočtu NOPATu lze vycházet z výsledku hospodaření z běžné činnosti. Je ovšem nutno provést určité úpravy výsledku hospodaření z běžné činnosti, kdy se vyloučí z finančních nákladů placené úroky tím, že se přičtou zpět k výsledku hospodaření. Pokud by se takto nepostupovalo, projevíly by se tyto náklady ve výpočtu EVA-Entity dvakrát a to poprvé při snížení NOPAT, podruhé v nákladech kapitálu. Dále se vyliminují položky, které

se svou výši neopakují, např. odstupné pro větší počet zaměstnanců, prodej dlouhodobého majetku, rozpouštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku apod. Také se vyloučí výnosy z nepotřebných aktiv, náklady na výzkum a vývoj, náklady na vzdělávání zaměstnanců, reklamu atd., ale především je nutno vyloučit finanční výnosy a náklady spojené s dlouhodobým finančním majetkem, pokud majetek není uznán jako operační aktivum. Dále se započítají odhadnuté odpisy aktivovaných nákladů. Při výpočtu NOPAT se také zvažuje možná tvorba a čerpání tichých rezerv.

Po transformaci účetního výsledku hospodaření je nutno vypočítat novou hodnotu daně z příjmu, jelikož NOPAT představuje zdaněný operační zisk. Lze to provést tak, že se vychází ze splatné daně pro daný rok, a tu se sníží nebo zvýší o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se NOPAT liší v porovnání s výsledkem hospodaření za účetní období z výkazu zisku a ztráty. Lze použít sazbu daně pro aktuální období a pomocí ní zdanit rozdíl upravených výnosů a nákladů, viz Pavelková a Knápková (2009).

### **3.6 Vymezení nákladů kapitálu**

Náklady kapitálu představují náklady podniku na získávání jednotlivých složek podnikového kapitálu, které se mění v čase. Tyto náklady určují minimální míru výnosnosti kapitálu. Pro podnik znamenají náklady kapitálu cenu za získaný kapitál, který se využívá pro jeho další vývoj. Pro investora znamenají požadovanou míru výnosnosti, kterou musí firma vytvářet, aby nedošlo k poklesu hodnoty pro investory.

#### **3.6.1 Náklady na celkový kapitál**

Náklady na celkový kapitál WACC (Weighted Average Cost of Capital) jsou tvořeny kombinací nákladů různých forem kapitálu,

$$WACC = \frac{R_D(1-t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E}, \quad (2.8)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na úročený cizí kapitál,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $D$  je úročený cizí kapitál (Debt),  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál (Equity),  $C = E + D$  je celkový investovaný kapitál.

Náklady na celkový kapitál obsahují náklady cizího kapitálu a náklady vlastního kapitálu, které musí být vymezeny na základě tržních hodnot, viz Dluhošová (2008).

### 3.6.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu lze vymezit jako úroky nebo kupónové platby, které se platí věřitelům. Základní úrokovou míru určuje situace na finančním trhu. Výše úrokové míry se liší z hlediska času, na který je úvěr poskytnut, a platí, že čím je delší doba splatnosti, tím je úvěr dražší. Dlouhodobé úvěry vážou na delší dobu prostředky věřitelů a objevují se další faktory, které zvyšují riziko. Výši úrokové sazby také ovlivňuje bonita dlužníka, čím vyšší je bonita dlužníka, tím nižší je úroková sazba.

Náklady cizího kapitálu plynoucí z dluhu se stanoví jako úrok snížený o daňový štít:

$$R_D = i(1 - t), \quad (2.9)$$

kde  $R_D$  jsou náklady cizího kapitálu,  $i$  je úroková míra z dluhu,  $t$  je sazba daně.

Při různé skladbě úvěrů se náklady na cizí kapitál určí jako vážený aritmetický průměr úrokových sazeb jednotlivých úvěrů. Pokud uživatelé nemají přístup k interním materiálům, stanoví se náklady takto:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.10)$$

Náklady dluhu plynoucí z emitování obligací se vypočítají takto:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T}, \quad (2.11)$$

kde  $P$  je tržní cena obligace,  $c$  je kupónová platba,  $T$  je doba do splatnosti obligace,  $NV$  je nominální hodnota obligace.

### 3.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, jelikož zahrnují nákladové úroky a riziko vlastníka, jenž vložil tyto prostředky do podniku. Vlastník vkládá tyto prostředky na dobu neurčitou a dále také nezná míru výnosnosti jim vloženého kapitálu.

Zjištění nákladů na vlastní kapitál  $R_E$  je složitější, jelikož lze jejich výši určit na bázi tržních přístupů nebo pomocí metod a modelů vycházejících z účetních dat. Použití metody je podmíněno dostupností dat, které vyplývá z tržních podmínek a vyspělosti finančních trhů. Mezi základní metody patří model oceňování kapitálových aktiv, arbitrážní model oceňování, dividendový růstový model a stavebnicové modely.

*Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)* patří mezi tržní přístupy a jedná se o rovnovážný model oceňování kapitálových aktiv, kdy mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory shodný. CAPM náleží mezi jednofaktorové modely, kde se



odhad koeficientu  $\beta$  provede prostřednictvím metod regresní analýzy. Model CAPM-SML beta verze vypadá takto:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F] \quad (2.12)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $\beta_E$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

*Arbitrážní model oceňování (APM)* je alternativním modelem oceňování aktiv a také patří mezi tržní přístupy. Jedná se o vícefaktorový model, ve kterém se berou v úvahu makroekonomické i mikroekonomické rizikové faktory. Rovnováhu zde představuje nemožnost dosažení arbitrážního zisku. Hodnotu  $\beta_{Ej}$  lze určit pomocí vícerozměrných metod regresní analýzy. Základní rovnice APM vypadá takto:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F] \quad (2.13)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

Pomocí *dividendového modelu* se oceňují akcie, kdy tržní cena akcie znamená současnou hodnotu budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Při nekonečně dlouhé držbě akcií a neměnné výši dividendy  $DIV$  se určí cena akcie jako perpetuita. Náklady na vlastní kapitál se rovnají požadované výnosnosti akcií a určí se takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.14)$$

Pokud hodnota dividendy  $DIV$  v příštích letech poroste tempem  $g$ , změní se výpočet nákladů na Gordonův dividendový model s konstantním růstem  $g$  takto:

$$R_E = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}} + g \quad (2.15)$$

*Stavebnicové modely* se používají pro stanovení nákladů kapitálu v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem, s krátkou dobou fungování tržní ekonomiky nebo u firem, které nemají obchodovatelné akcie. U stavebnicových modelů se alternativní náklad vlastního kapitálu určí jako součet sazby bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se vypočítají z účetních dat.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR používá stavebnicový model, jenž vychází z předpokladu modelu Millera a Modiglianiho, kdy při změně kapitálové struktury se vážený průměr nákladů na kapitál nemění. Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$

se v tomto případě rovnají nákladům zadlužené firmy, a pokud firma financuje vše ze svých zdrojů, pak jsou  $WACC_U$  shodné s náklady vlastního kapitálu, viz Neumaierová a Neumaier (2002). Stanoví se takto:

$$WACC_U = r_F + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{finstab}} + r_{LA}, \quad (2.16)$$

kde  $r_F$  je bezriziková úroková míra,  $r_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $r_{\text{podnikatelské}}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $r_{\text{finstab}}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability.

Oproti tomu alternativní náklad na vlastní kapitál vychází z předpokladu modelu Millera a Modiglianiho II, kdy se náklad na vlastní kapitál mění podle kapitálové struktury. Výši alternativního nákladu na vlastní kapitál lze zjistit takto:

$$r_e = r_f + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}} + r_{LA}, \quad (2.17)$$

kde  $r_e$  je alternativní náklad vlastního kapitálu a  $r_{\text{finstr}}$  je riziková přírážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury.

*Bezriziková úroková míra* se stanoví jako míra výnosu státních obligací, státních pokladničních poukázek. Lze také použít hodnoty navržené Ministerstvem průmyslu a obchodu České republiky.

*Riziková přírážka*  $R_{\text{podnikatelské}}$  popisuje produkční sílu společnosti. Její hodnota se odvíjí od výše ROA vzorec (1.9), který je porovnáván s ukazatelem  $X1$ , který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem. Ukazatel  $X1$  je definován takto,

$$X1 = \frac{(VK + BU + O)}{A} \cdot \frac{\dot{U}}{BU + O}, \quad (2.18)$$

kde VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry, O jsou obligace, A jsou aktiva,  $\dot{U}$  jsou úroky.

Pokud je  $ROA > X1$ , pak  $R_{\text{podnikatelské}} = 0,00 \%$ . Pokud  $ROA < 0$ , pak  $R_{\text{podnikatelské}}$  se rovná  $10,00 \%$ . Pokud bude  $ROA \geq 0$  a zároveň  $ROA \leq X1$ , pak se  $R_{\text{podnikatelské}}$  určí takto,

$$R_{\text{podnikatelské}} = (X1 - ROA)^2 / (10 \cdot X1^2) \quad (2.19)$$

*Rizikovou přírážku finanční stability*  $R_{\text{finstab}}$  lze stanovit na bázi ukazatele běžné likvidity vzorec (1.13), kdy je nutno stanovit mezní hodnotu likvidity XL. Pokud průměr průmyslu  $< 1,25$ ; pak horní hranice  $XL = 1,25$ ; jestliže je průměr průmyslu  $> 1,25$ ; pak XL se rovná průměru průmyslu.

Pokud je běžná likvidita podniku  $> XL$ , pak  $R_{\text{finstab}} = 0,00 \%$ , a jestliže je běžná likvidita  $< 1$ , pak  $R_{\text{finstab}} = 10,00 \%$ . Je-li běžná likvidita firmy  $> 1$  a zároveň  $< XL$ ,  $R_{\text{finstab}}$  se vypočte takto,

$$R_{\text{finstab}} = (XL - \text{běžná likvidita})^2 / 10 \cdot (XL - 1)^2. \quad (2.20)$$

*Riziková přírážka za velikost podniku*  $R_{LA}$  charakterizuje velikost podniku. Vychází z výše úplatných zdrojů UZ. Pokud jsou  $UZ > 3$  mld. Kč, tak  $R_{LA}$  činí  $0,00 \%$ . Jestliže jsou  $UZ < 100$  mil. Kč, pak  $R_{LA}$  se rovná  $5,00 \%$ . V případě že jsou  $UZ > 100$  mil. Kč a menší než 3 mld. Kč,  $R_{LA}$  se propočítá následovně,

$$R_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2 / 168,2; \quad (2.21)$$

kde UZ jsou úplatné zdroje, které jsou tvořeny vlastním kapitálem, bankovními úvěry a obligacemi.

*Riziková přírážka za strukturu kapitálu*  $R_{\text{finstr}}$  charakterizuje riziko vyplývající z kapitálové struktury podniku. Výše rizikové přírážky za strukturu kapitálu se určí takto,

$$R_{\text{finstr}} = r_e - WACC, \quad (2.22)$$

kdy WACC jsou stanoveny pomocí vzorce (2.16) a  $r_e$  pomocí vzorce (2.23).

Pro učení  $R_{\text{finstr}}$  je nutno vypočítat náklady vlastního kapitálu takto,

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{\dot{U}}{BU + OBL} \cdot \left( \frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A} \right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.23)$$

kde  $UZ = VK + BU + OBL$ , jsou úplatné zdroje, A jsou aktiva,  $\dot{U}$  jsou úroky, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, VK je vlastní kapitál.

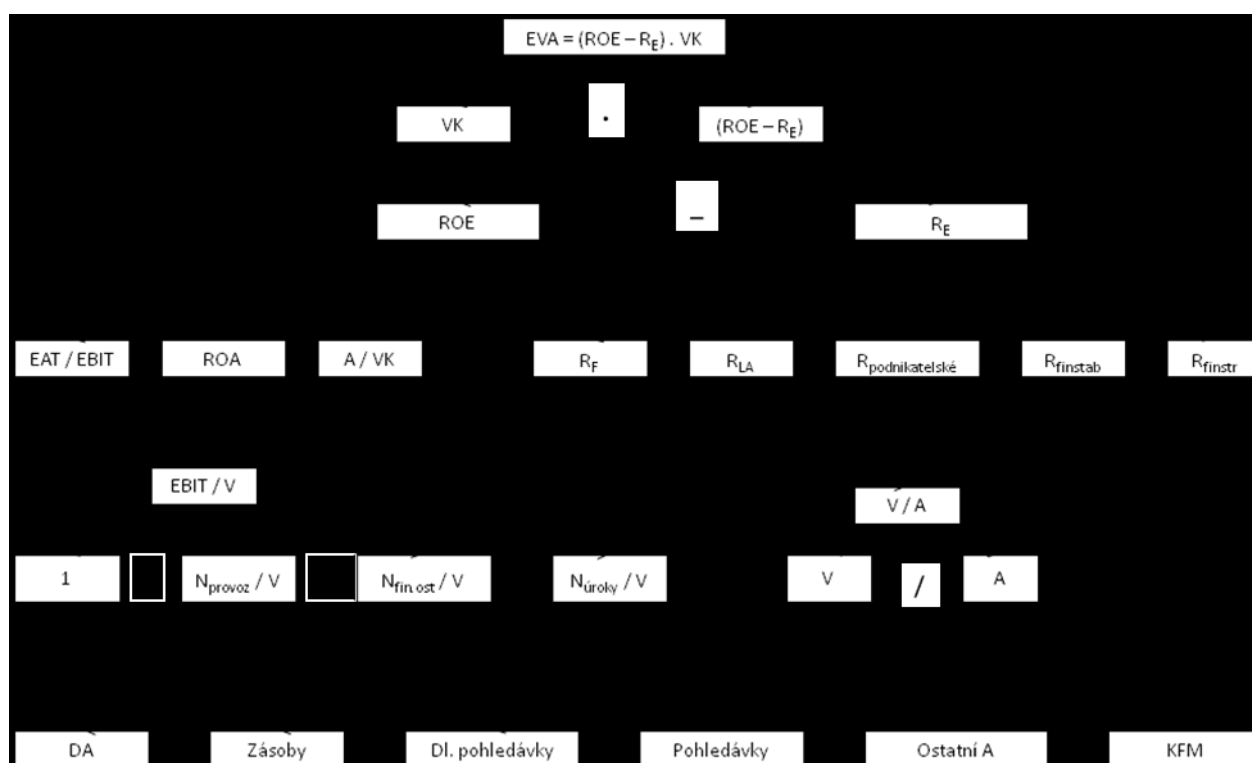
Celkové náklady zadlužené firmy se stanoví tímto způsobem,

$$WACC = WACC_U \cdot \left( 1 - \frac{D}{A} \cdot t \right) \quad (2.24)$$

### 3.7 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Pyramidový rozklad lze provést ukazatele u EVA-Equity i EVA-Entity. V tomto textu je zobrazen pyramidový rozklad EVA-Equity. Cílem rozkladu je postihnout změnu ukazatele EVA-Equity jako součet vlivů vybraných změn dílčích ukazatelů. Princip pyramidového rozkladu ukazatele EVA-Equity je zobrazen v následujícím obrázku.

Obr. 2.1 Pyramidový rozklad EVA-Equity



Zdroj: Vlastní výpočty

## **4 Hodnocení finanční výkonnosti vybraného podniku**

V rámci této kapitoly je představen vybraný podnik, který nechce být jmenován, a proto je zde označován jako společnost XY. Také je provedena horizontální a vertikální analýza nekonsolidovaných účetních výkazů, analýza výkonnosti podniku pomocí tradičních ukazatelů výkonnosti s následným pyramidovým rozkladem ukazatele rentability vlastního kapitálu. Další části této kapitoly obsahují samotný výpočet ekonomické přidané hodnoty a určení nákladů kapitálu. V závěru kapitoly je proveden pyramidový rozklad ukazatele ekonomické přidané hodnoty.

### **4.1 Charakteristika společnosti**

Společnost XY vznikla před rokem 2000 jako dceřiná společnost významného průmyslového podniku v Moravskoslezském kraji. Její základní kapitál činí aktuálně 25 800 000 Kč. Právní forma podniku XY je společnost s ručením omezeným. Předmětem činnosti podniku XY je koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje a prodej, pohostinská činnost a ubytování.

#### **4.1.1 Produkty a služby**

Společnost XY zajišťuje stravování pro více než 130 firem v regionu a to s přibližnou produkcí 8 000 porcí teplých jídel denně a řadí se takto mezi největší výrobce teplých jídel v České republice.

Největší výrobní základnou je gastrocentrum, kde ve dvou kuchyních se vyrábí 80 % produkce. Dále také firma XY provozuje síť závodních jídelen a bufetů. Ve většině těchto provozoven funguje tzv. bezhotovostní platební styk, kdy zákazník nepotřebuje hotové peníze a zaměstnavatel obdrží měsíční výpis o odběru konkrétním zaměstnancem. Kromě toho stále více zákazníků využívá pro řešení stravování svých zaměstnanců jednorpcová chlazená jídla, která díky prodloužené trvanlivosti až 14 dnů řeší stravování zejména na odpoledních, nočních a víkendových směnách. Odpadá tím i problém s uschováváním těchto jídel, jelikož lze pořídit automat na výdej takovýchto jídel. Tento automat je v provozu 24 hodin denně, má kapacitu až 90 porcí chlazených jednorpcových jídel, jehož součástí může být i výdej nápojů. Společnost XY rovněž zajišťuje po dohodě dopravu a rozvoz jednorpcových jídel po celém území ČR i do blízkého pohraničí Polska a Slovenska.

Kromě závodního stravování provozuje dvě restaurace a hotel v podhůří Beskyd. Podnik XY nabízí tyto služby:

- komplexní služby v oblasti závodního stravování,
- poradenskou činnost – analýzy a návrhy řešení závodního stravování firem,
- party servis – zajišťování společenských a firemních akcí, rautů, oslav, vzdělávacích akcí, pracovních obědů, zahradních slavností nebo pikniků,
- uspořádání rodinných oslav, svatebních hostin a dalších slavnostních pohoštění dle přání zákazníka.

#### **4.1.2 Projekty realizované v období 2006 - 2009**

V roce 2006 byla dokončena II. etapa modernizace objektu „Hlavní kuchyně“, která řešila prostory pro výrobu, skladování a expedici šokově zchlazované stravy a byla zvětšena expediční část provozovny. Společnost XY rozšířila v rámci podnikatelských aktivit své působení v regionu. Ve spolupráci s jistým podnikem a za jeho finanční spoluúčasti vybudovala firma XY nové gastrocentrum v jeho areálu. Dále také ke konci roku 2006 došlo ke zvýšení počtu odběratelů, jelikož firma XY převzala provozování závodního stravování v jiném podniku. Novou aktivitou v oblasti restaurační gastronomie bylo otevření restaurace, kterou provozuje společnost XY od června roku 2006. Podnik XY se podílel finančně na vybavení této restaurace.

V roce 2007 proběhla úspěšná realizace projektu komplexní obnovy informačního systému sloužícího pro správu kreditních karet a zavedení nového systému do užívání ve většině provozoven. Implementování systému umožňuje při plném zavedení optimalizovat procesy nakupování, normování, řízení zásob a kontrolní procesy. V průběhu tohoto roku se významně rozšířil okruh odběratelů jednorčových zchlazovaných jídel. Jednalo se především o klienty z řad menších firem, sociálních institucí a soukromé klienty.

V druhé polovině roku 2008 byly zahájeny dodávky služeb pro nového velkého odběratele. Dále pokračovaly marketingové aktivity směrem ke vznikajícím průmyslovým zónám v regionu. Společnost XY v závěru roku zrealizovala další část modernizace hlavního výrobního centra. Dopady globální hospodářské krize se začaly projevovat v průběhu listopadu, jelikož mezi klíčové zákazníky společnosti XY patří velké průmyslové podniky v regionu. V oblasti výroby došlo také k posílení úlohy výroby zchlazovaných jednorčových jídel a k rozšíření jejich portfolia.

V roce 2009 se společnost XY potýkala s důsledky hospodářské recese, která se v tomto odvětví projevila podstatným poklesem tržeb z prodeje doplňkového sortimentu zboží

v bufetech a také v menší míře v poklesu prodejnosti hlavních jídel, polévek a salátů. Recese se rovněž projevila negativně ve snížené poptávce po zajišťování gastronomických akcí formou party servisu a dodávkách výrobků určených pro tyto účely. Došlo k rozšíření nabídky zchlazovaných jídel o víceporcová balení, která jsou volně k prodeji v síti vlastních bufetů a jídelen a také nabízená externím odběratelům. Byla realizována další zásadní část modernizace hlavního výrobního centra.

#### **4.1.3 Perspektiva a podnikatelské záměry**

Společnost XY je v rozhodující míře závislá na poskytování komplexních služeb v oblasti závodního stravování pro společnosti z oblasti průmyslu a také na celkovém hospodářském růstu tohoto odvětví, který je spojen s mírou zaměstnanosti a větší poptávkou po službách tohoto charakteru.

V posledních letech podnik XY vložil vygenerované volné finanční prostředky do obnovy výrobních zařízení a v roce 2010 plánuje dokončit stavební část celkové modernizace hlavního gastrocentra. Změny ve výrobní základně se neobejdou beze změn v oblasti výrobních, obchodních, řídicích a logistických procesů.

Následující období budou směřovat k zachování podnikatelské filozofie zaměřené na zvyšování produktivity práce, na odstraňování vnitřních rezerv, hledání nových podnikatelských příležitostí v oblasti poskytování závodního stravování, zvyšování kvality poskytovaných služeb, rozšiřování nabídky zchlazovaných jídel s prodlouženou trvanlivostí pro síť vlastních bufetů a maloobchod, na aktivní marketing směrem k malým a středním firmám, rozvíjejícím se průmyslovým zónám v regionu a na využití automatů pro výdej jídel a občerstvení.

#### **4.1.4 Vývoj vybraných ukazatelů**

Pro naplnění strategie firmy XY pokračovaly procesy objektivizace stavu pracovníků s cílem zachování růstu produktivity práce i v následujících obdobích. Maximální pozornost byla věnována efektivnímu využití stávajících výrobních kapacit a lidského potenciálu. Z tohoto důvodu došlo k přerozdělování výroby mezi jednotlivými provozovnamy, středisky i mezi směny tak, aby byly maximálně využity strojní kapacity, lidské zdroje a bylo dosaženo požadované rentability jednotlivých výrobních jednotek. Personální strategie a práce s lidskými zdroji zaujímá velmi důležitou pozici, jelikož téměř 1/3 nákladů společnosti je tvořena mzdovými náklady. Účelné vynakládání těchto prostředků patří mezi priority, na nichž závisí další prosperita firmy XY.

Významným ukazatelem využití pracovní síly je produktivita práce měřená z přidané hodnoty připadající na jednoho zaměstnance, která je uvedena v následující tabulce.

*Tab. 3.1 Produktivita práce v letech 2006 až 2009*

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
Celkové roční tržby v tis. Kč	191 937	213 473	217 533	198 465
Stav zaměstnanců k 31.12.	275,2	283,9	262	249,7
Přidaná hodnota v tis. Kč	65 016	72 695	75 126	73 242
Produktivita práce z přidané hodnoty v tis. Kč/os.	236	256	287	293
Produktivita práce z tržeb v tis. Kč/os.	697	752	830	795

Zdroj: Interní informace

V roce 2006 došlo k nárůstu přepočteného stavu zaměstnanců z důvodu realizace investičních projektů v podobě zprovoznění nové restaurace. Firma XY získala dva nové významné klienty, u kterých začala provozovat závodní stravování a bufety. Obě tyto skutečnosti nastaly až ke konci roku, proto jejich dopad v roce 2006 není tak viditelný jako v roce 2007.

Druhá polovina roku 2007 byla ve znamení analyzování optimálního nastavení provozních dob a způsobu provozování závodních bufetů v areálu průmyslových podniků. Cílem bylo stanovit průkazné ekonomické efekty tak, aby se zachovala obslužnost výrobních provozů dle jejich nezbytných potřeb. Také byl navýšen přepočtený stav zaměstnanců, jelikož doznívaly efekty z realizace projektů z předchozího roku. Pro optimální fungování těchto stravovacích zařízení bylo zapotřebí navýšit stav zaměstnanců. Tato skutečnost neovlivnila negativně produktivitu práce, jejíž hodnota se oproti předchozímu období zvýšila o 8,4 %.

Dopady globální celosvětové krize se projeví negativně až ke konci roku 2008. Převážnou část klíčových zákazníků tvoří průmyslové společnosti, které v důsledku krize snižovaly stavy svých zaměstnanců, nebo zavíraly jednotlivé nerentabilní provozny. Díky těmto skutečnostem bylo nutno snížit přepočtený stav pracovníků ve společnosti XY tak, aby nebyl ohrožen provoz stravovacích zařízení, a přitom nedocházelo k navýšení nákladů. Tyto události nesnížily produktivitu práce, která meziročně vzrostla o 12 %.

Vzhledem k celkovému hospodářskému vývoji byla přijata během roku 2009 regulační mzdová opatření, která směřovala k naplnění dlouhodobé strategie společnosti. Pokračovaly procesy objektivizace stavu pracovníků s cílem zachování růstu produktivity práce. I přes meziroční pokles celkové vytvořené přidané hodnoty se zvýšila produktivita práce o 2,3 % oproti předchozímu období.



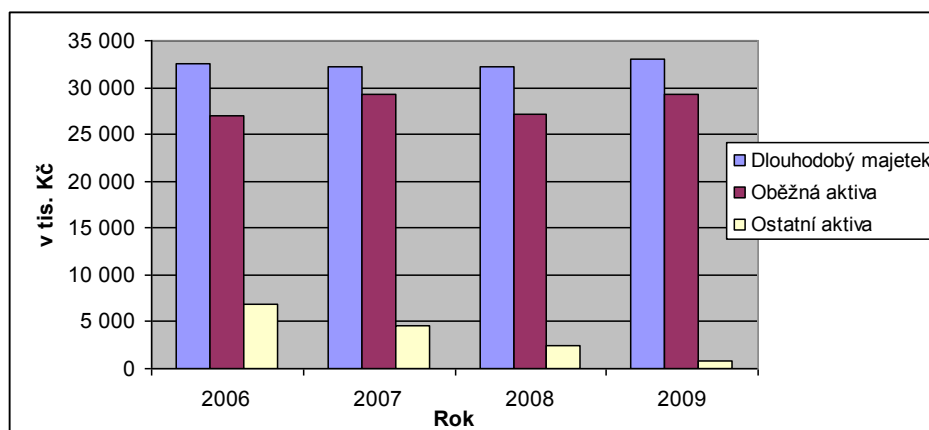
## 4.2 Horizontální a vertikální analýza

V této kapitole je provedena horizontální a vertikální analýza aktiv, pasiv a výkazu zisku a ztráty společnosti XY za období 2006 až 2009. Jednotlivé analýzy se nacházejí v Přílohách č. 3 až 6.

### 4.2.1 Horizontální analýza aktiv

Hodnota celkových aktiv společnosti XY měla spíše klesající charakter, ale ke konci sledovaného období je patrný určitý nárůst. Nejvyšší hodnotu nabývala v roce 2006, kdy celková aktiva činila přibližně 66 mil. Kč. Na rozdíl tomu v roce 2008 byl zaznamenán pokles a to o 4 mil. Kč. Hodnota aktiv dosahovala výše 61 mil. Kč, snížila se tedy o 6,33% oproti předchozímu období. V roce 2009 byl zaznamenán určitý nárůst a to v podobě 2,11 % (1,33 mil Kč) vůči minulému roku. V průběhu sledovaného období se na vývoji celkové výše aktiv nejvíce podílela oběžná aktiva a položky časového rozlišení, zatímco dlouhodobá aktiva se udržovala přibližně na stejné úrovni po celé sledované období. Náklady příštích období jsou jedinou položkou časového rozlišení. jsou spojeny s modernizací provozoven a gastrocentra a jejich hodnota se postupně snižuje. Vývoj aktiv znázorňuje následující graf.

Graf 3.1 Vývoj aktiv v letech 2006 až 2009



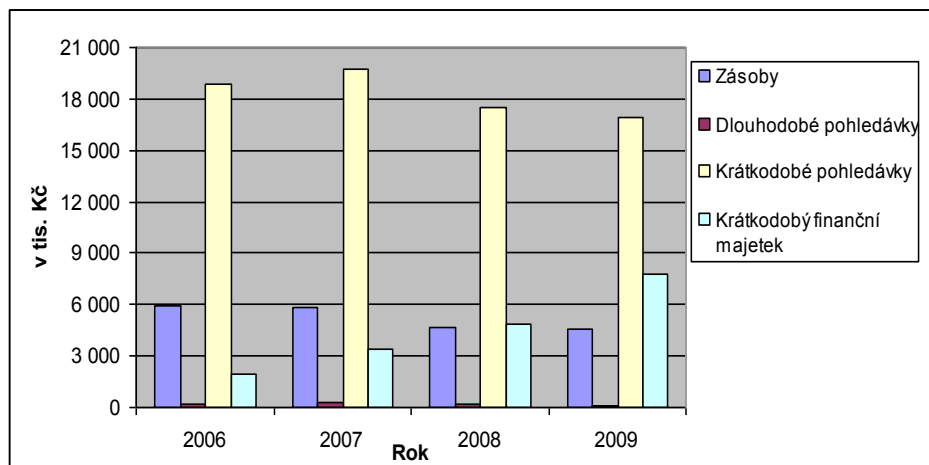
Zdroj: Vlastní výpočty

Oběžná aktiva mají střídavě klesající a rostoucí tendenci. Lze zpozorovat, že v letech 2006 a 2008 klesala, přičemž v letech 2007 a 2009 vzrostla. Vývojové tendence oběžných aktiv nejvíce ovlivňují změny ve výši pohledávek, zásob a krátkodobého finančního majetku.

Zásoby po celé sledované období mají klesající charakter, jelikož se společnost XY snaží optimalizovat objem zásob, protože je tvoří většinou potraviny, které nelze dlouho skladovat. Optimalizace je tedy důležitá, aby nedocházelo ke znehodnocování těchto zásob, nebo k jejich prodeji. Pokles zásob není nikterak dramatický. Ke znatelnému snížení zásob

o 20,46% (1 200 tis. Kč) došlo v roce 2008 z důvodu krize. Oproti tomu materiál kopíruje vývojové tendence oběžných aktiv. Nejprve došlo k mírnému nárůstu hodnoty materiálu v roce 2007 o 5,97 % (85 tis. Kč), pak v následujícím roce nastal patrný pokles o 22,6 % (341 tis. Kč) vůči předchozímu období, načež v roce 2009 se jeho hodnota navýšila. Hlavní položku, která ovlivnila snížení zásob, představoval především každoroční úbytek objemu zboží. Nejvýraznější snížení bylo v roce 2008, kdy objem zboží klesl o 19,72 % (859 tis Kč).

*Graf 3.2 Vývoj složek oběžných aktiv v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

Vývoj složek oběžných aktiv popisuje výše znázorněný graf. Nejmenší složkou oběžných aktiv jsou dlouhodobé pohledávky, které vzrostly pouze v roce 2007 o 5,6 % a nejvýrazněji poklesly v roce 2009 o 105,1 % (103 tis. Kč). Firma XY již nebyla ochotna poskytovat obchodní úvěry na delší období kvůli vývoji na trhu a také zkrátila dobu splatnosti u krátkodobých obchodních úvěrů. Největší část oběžných aktiv tvoří krátkodobé pohledávky, jež měly obdobnou tendenci vývoje, jaká byla zaznamenána u vývoje materiálu. Navzdory podobnému vývoji jako u oběžných aktiv, krátkodobé pohledávky v roce 2007 vzrostly vůči roku 2006 o 4,63 % (872 tis. Kč). Jejich hodnota začala klesat v následujících dvou letech, nejprve o 11,02 % (2 172 tis. Kč) a potom o 3,88 % (655 tis. Kč). K výraznému snížení došlo v roce 2008 a to o 11,02 %, tedy přibližně o 2 mil Kč. Hlavní příčinou byl nárůst a následný pokles pohledávek z obchodních vztahů, které představují hlavní složku krátkodobých pohledávek. Obchodní pohledávky vzrostly v roce 2007 o 7,36 % (1 213 tis. Kč) a v dalším roce klesly o 8,75 % (1 549 tis. Kč). Pokles objemu pohledávek z obchodních vztahů byl zjištěn také v roce 2009, kdy došlo k poklesu objemu těchto pohledávek o 3,83 % (596 tis. Kč). Jiné pohledávky se zvýšily o 1,28 % (15 tis. Kč) v roce 2006, snížily v následujících dvou letech nejprve o 18,89 % (225 tis. Kč) a později o 28,12 % (212 tis. Kč).

U krátkodobých poskytnutých záloh došlo k rapidnímu poklesu ve sledovaném období, ačkoliv byl v roce 2008 zaznamenán nepatrný nárůst, ale nic to neměnilo na faktu, že na konci roku 2009 činily pouze 221 tis. na rozdíl od roku 2006, kdy jejich výše je 979 tis. Kč. Nejvíce poklesly v roce 2007 a to 57,20 % (560 tis. Kč). Jedinou složkou oběžných aktiv s výrazně rostoucí tendencí je krátkodobý finanční majetek, který tvoří peníze a účty v bankách. Jiné formy krátkodobého finančního majetku společnost nevlastní. V roce 2006 činil krátkodobý majetek pouze 1 957 tis. Kč, ale na konci roku 2009 už dosahoval výše 7 748 tis. Kč. Krátkodobý finanční majetek tvoří především účty v bankách. K nejznatelnějšímu nárůstu došlo v roce 2009, kdy hodnota vzrostla o 2 837 tis. Kč, což představuje nárůst o 37,16 %. Hodnota krátkodobého finančního majetku vzrostla v roce 2007 o 74,42 % (1 420 tis. Kč) a v následujícím roce činil nárůst 44,14 % (1 469 tis. Kč).

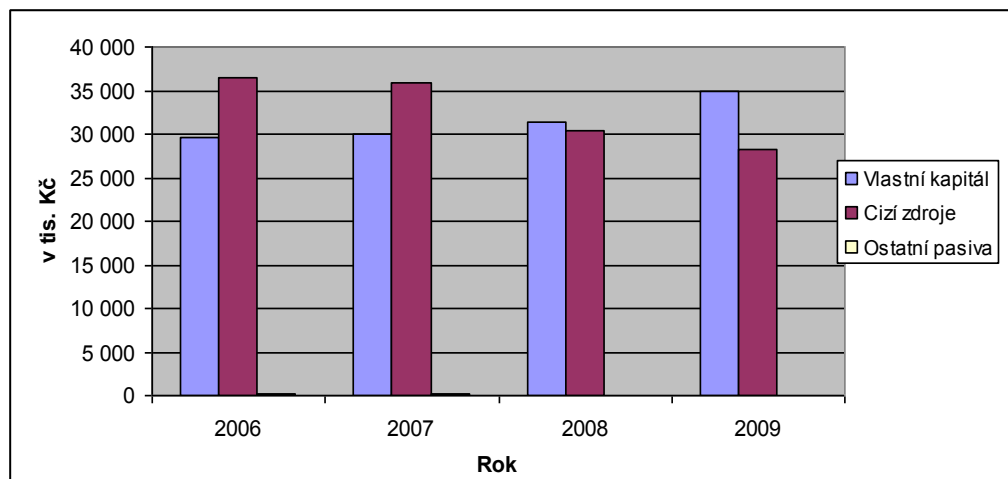
U dlouhodobého hmotného majetku dochází k největším změnám v roce 2009, kdy se zvýšil jeho objem o 2,68 % (886 tis. Kč). V prvních třech letech totiž jeho hodnota nepatrně klesala. Dlouhodobý nehmotný majetek se začíná objevovat v rozvaze až v roce 2007, kdy byl zakoupen software, aby bylo možno zavést bezhotovostní platební styk u závodního stravování. Dlouhodobý hmotný majetek tvoří především stavby a samostatné movité věci a soubory movitých věcí. Položka stavby kopíruje trend vývoje dlouhodobého majetku, který v prvních třech letech mírně klesá. V roce 2009 vzrostla hodnota staveb o 3 951 tis. Kč, čili o 18,52 % oproti roku 2008. Odlišný vývojový trend lze pozorovat u samostatných movitých věcí, jejichž hodnota se zvýšila o 1,87 % (195 tis. Kč) v roce 2008. Největší pokles hodnoty zaznamenaný u samostatných movitých věcí byl 14,80 % (1 815 tis. Kč) v roce 2007. Nárůst hodnoty staveb způsobilo jejich technické zhodnocení. Zvýšení hodnoty samostatných movitých věcí vyvolalo především pořízení nového vybavení gastrocentra a jiných provozoven.

#### **4.2.2 Horizontální analýza pasiv**

Během let 2006 až 2008 hodnota celkových pasiv klesala. V tomto období rostla hodnota vlastního kapitálu a klesala hodnota cizích zdrojů. Nejvyšší nárůst vlastního kapitálu byl 9,97 % v roce 2009, což představuje 3 475 tis. Kč. Objem cizích zdrojů nejvíce poklesl o 15,48 % (5 564 tis. Kč) v roce 2008, ale kompenzace nárůstem vlastního kapitálu o 4,82 % (1 443 tis. Kč) nezabránila snížení objemu celkových pasiv. Nejméně se snížil cizí kapitál v roce 2007 pouze o 482 tis. Kč, tedy o 1,32 %, vlastní kapitál vzrostl pouze o 0,99 % (294 tis. Kč), což byla jeho nejnižší hodnota jeho růstu ve sledovaném období, ani v tomto případě tato kompenzace nezabránila poklesu pasiv. U pasiv je patrné, že je více ovlivňuje

snižování cizích zdrojů než nárůst vlastního kapitálu. I když vzrostl vlastní kapitál v roce 2009 nejznatelněji a cizí kapitál se snížil o 7,41 % (2 095 tis. Kč), zvýšila se celková pasiva pouze o 2,11 % (1,33 mil Kč). Pokles objemu cizího kapitálu byl také ovlivněn hospodářskou krizí, jelikož dodavatele snížili dobu splatnosti svých pohledávek. Ostatní pasiva zahrnují pouze výdaje příštích období. Jejich výše se postupně v analyzovaném období snižovala. Vývoj vlastního a cizího kapitálu znázorňuje následující graf.

*Graf 3.3 Vývoj vlastního a cizího kapitálu v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

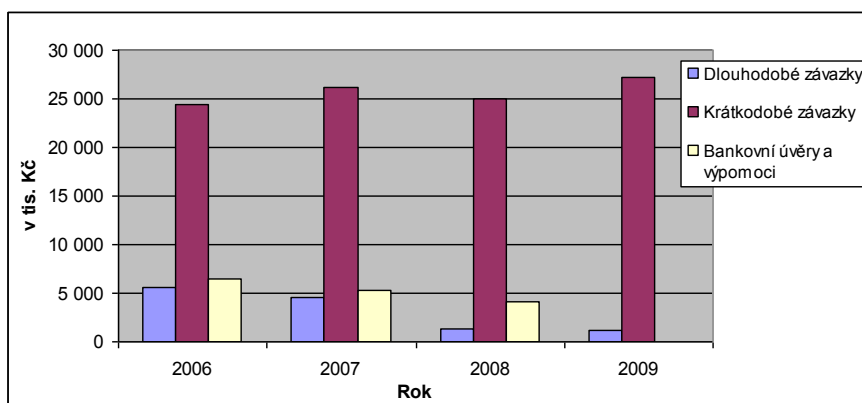
Vlastní kapitál v analyzovaném období ovlivnil hlavně výsledek hospodaření minulého období a výsledek hospodaření běžného účetního období. Zákonný rezervní fond v roce 2006 byl 173 tis. Kč a po posledním navýšení v analyzovaném období v roce 2009 o 27,97 % (73 tis. Kč) činil 261 tis. Kč. Tento fond je navyšován z výsledku hospodaření běžného účetního období a to vždy ve výši 5 %. V letech 2006 až 2007 nedošlo k jeho navýšení, jelikož firma XY byla ve ztrátě.

Cizí zdroje ve sledovaném období postupně klesaly. Nejvyšší pokles byl zaznamenán v roce 2008 o 15,48 % (5 564 tis. Kč) a to díky tomu, že poklesly dlouhodobé závazky o 3 218 tis. Kč, krátkodobé závazky o 1 179 tis. Kč a bankovní úvěry a výpomoci o 1 167 tis. Kč. Hlavními složkami cizích zdrojů jsou dlouhodobé a krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci. Dlouhodobé závazky zaznamenaly největší pokles o 71,57 % (3 218 tis. Kč) v roce 2008. Od roku 2008 nemá podnik XY žádné dlouhodobé závazky z obchodních vztahů a jiné závazky. K největšímu nárůstu hodnoty krátkodobých závazků došlo v roce 2008, kdy toto navýšení činilo 8,15 % (2 211 tis. Kč), a příčinou byl nárůst závazků k zaměstnancům a s tím spojených ostatních závazků. Patrný byl pokles krátkodobých

závazků v roce 2008, kdy se jejich objem snížil o 4,52 % (1 179 tis. Kč). Tuto skutečnost ovlivnil znatelný pokles závazků z obchodní činnosti.

Krátkodobé závazky reprezentují především závazky z obchodní činnosti, závazky k zaměstnancům, daňové závazky a závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. Závazky z obchodních vztahů vzrostly o 8,11 % (1 436 tis. Kč) v roce 2007 a k jejich největšímu snížení došlo v roce 2009 o 24,94 % (3 399 tis. Kč). Ve firmě XY byl zaveden lepší systém kontroly zásob a začal být kladen velký důraz na zefektivňování výroby, proto firma méně nakupuje, a také dodavatelé snížili dobu splatnosti svých pohledávek. Závazky k zaměstnancům neustále rostly. K největšímu navýšení došlo v roce 2008 a to o 15,99 % (515 tis. Kč), a dále pak v roce 2009 o 19,38 % (898 tis. Kč). Nárůst v roce 2008 byl způsobem navýšením počtu zaměstnanců a v roce 2009 to bylo způsobeno krizí a snižováním stavů zaměstnanců, kdy podnik XY musel vyplácet odstupné. V návaznosti na tyto skutečnosti se odvíjí i výše závazků ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění. V roce 2006 podnik XY začal čerpat dlouhodobý úvěr na modernizaci a restrukturalizaci stávajícího gastrocentra a na financování jiných investičních aktivit. Jeho výše činila 6,5 mil. Kč. Největší část podnik XY splatil v roce 2008. Částka představovala 4 118 tis. Kč. Následující graf zobrazuje vývoj složek cizích zdrojů.

*Graf 3.4 Vývoj složek cizích zdrojů v letech 2006 až 2009*

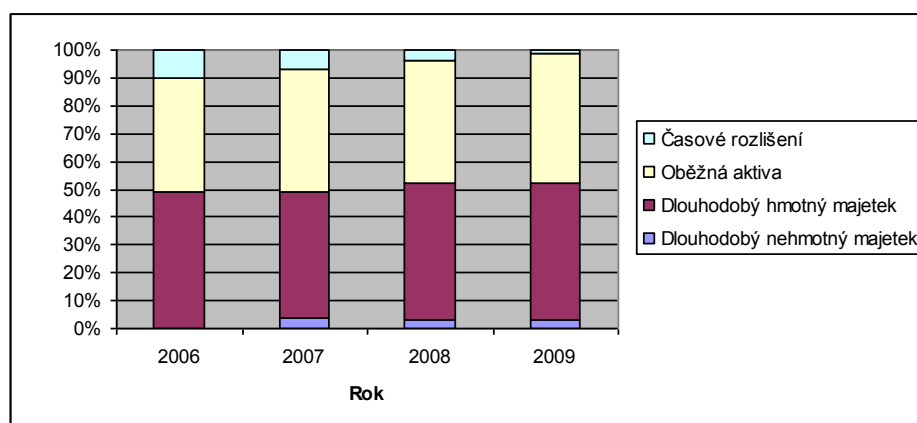


Zdroj: Vlastní výpočty

#### 4.2.3 Vertikální analýza aktiv

Vertikální analýza aktiv představuje podíl jednotlivých složek aktiv na celkových aktivech společnosti XY. Následující graf zobrazuje podíl jednotlivých složek aktiv na celkových aktivech za období 2006 až 2009.

*Graf 3.5 Vývoj hlavních složek dlouhodobých aktiv v letech 2006 až 2009*

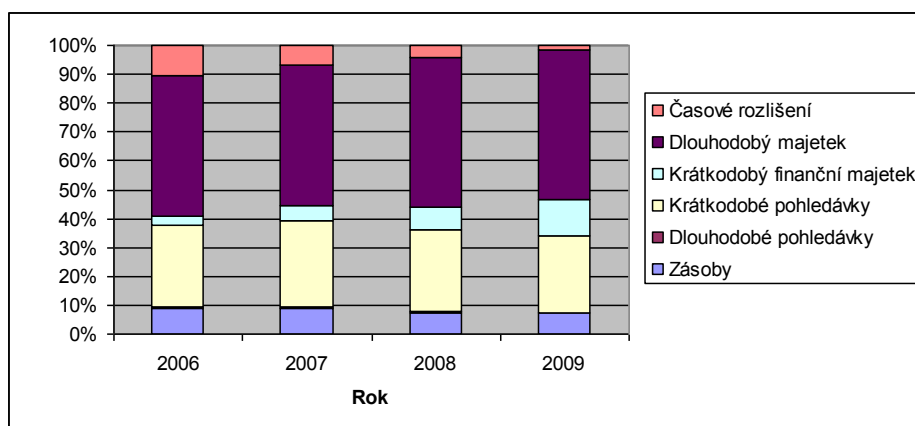


Zdroj: Vlastní výpočty

Z grafu je patrné, že se podíl některých složek aktiv viditelně změnil v průběhu analyzovaného období. Je patrné, že podíl dlouhodobých aktiv na celkových aktivech byl největší v roce 2009. Celková aktiva v roce 2009 byla z 52,33 % tvořena dlouhodobými aktivy, ze 46,34 % oběžnými aktivy a z 1,33 % náklady příštích období. Zatímco v roce 2006 byla skladba poměrně jiná, kdy se aktiva skládaly ze 49,02 % z dlouhodobých aktiv, ze 40,69 % z oběžných aktiv a z 10,29 % z nákladů příštích období. Je patrné, že dochází ke zvyšování podílu dlouhodobých aktiv na celkových aktivech společnosti a to díky položce nedokončený dlouhodobý majetek, který v roce 2009 navýšil hodnotu staveb. Podíl dlouhodobých aktiv byl největší v roce 2009, zatímco největší podíl oběžných aktiv byl v roce 2007 a činil 46,34 %. V žádném jiném období podnik nedosahuje takového podílu oběžných aktiv. Nejnižší podíl dlouhodobých aktiv na celkových aktivech byl v průběhu analyzovaného období zjištěn v roce 2007 a činil 48,87 %, jeho snížení bylo způsobeno odpisy.

Podíl dlouhodobých aktiv na celkových aktivech se pohyboval v rozmezí od 48,87 % do 52,33 %. Přičemž největší podíl v dlouhodobých aktivech mají aktiva dlouhodobá hmotná. Jejich procentuální podíl na celkových aktivech se pohybuje v rozmezí 45,12 % do 49,50 %. Nejnižší podíl byl v roce 2007 a nejvyšší v roce 2009. Největšími složkami dlouhodobého hmotného majetku jsou stavby a samostatné movité věci. Dlouhodobý nehmotný majetek se svou výší příliš nepodílí na skladbě aktiv. V roce 2006 firma sice vlastnila dlouhodobý nehmotný majetek, ale již byl v plné výši odepsán. V roce 2007 si firma pořídila nový software, a proto jeho podíl činí 3,74 % a představoval nejvyšší dosaženou hodnotu podílu dlouhodobého nehmotného majetku na celkových aktivech. Pro lepší zobrazení jednotlivých podílů oběžných aktiv byl sestaven následující graf.

Graf 3.6 Vývoj hlavních složek oběžných aktiv v letech 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

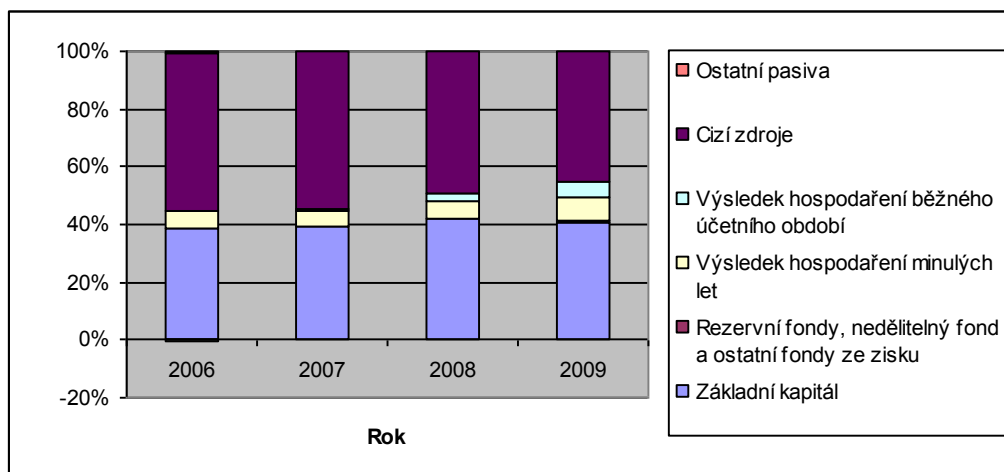
Z vývoje struktury oběžných aktiv, je patrné, že podíl oběžných aktiv se pohybuje v rozmezí od 40,69 % do 46,34 %. Nejnižší hodnotu dosahuje v roce 2006 a nevyšší v roce 2009. Nejmenší položku oběžných aktiv představují dlouhodobé pohledávky, jejichž největší podíl na celkových aktivech byl v roce 2007 a činil 0,37 % a nejvyšší v roce 2009 s hodnotou 0,16 %. V roce 2009 se na podílu oběžných aktiv 46,34 % nejvíce podílí krátkodobé pohledávky s 26,72 %, krátkodobý finanční majetek s 12,26 % a zásoby ze 7,2 %. V roce 2007 vzrostl podíl oběžných aktiv, ale v následujícím roce znovu poklesl na 44,01 %. Na hodnotě se podílely zásoby 7,54 %, krátkodobé pohledávky 28,35 % a krátkodobý finanční majetek 7,79 %. Sice v roce 2006 dosahují oběžná aktiva maximálního podílu, ale ne všechny její složky jsou v tomto roce maximální. Nejvyšší podíl zásob byl v roce 2006 a představoval 8,95 %, který byl tvořen především zbožím (6,81 %). Pohledávky měly největší podíl v roce 2007, který představoval 29,85 %, z toho činily pohledávky z obchodního styku 26,81 %. Krátkodobý finanční majetek dosáhl maxima v roce 2009, kdy byl 12,26 %, z toho 12,08 % byly bankovní účty.

#### 4.2.4 Vertikální analýza pasiv

Z vývoje struktury pasiv lze zjistit, z jaké části se podílejí vlastní a cizí zdroje na celkových pasivech. Hodnotu celkových pasiv tvoří od 44,72 % do 55,15 % vlastní kapitál, jehož hodnota podílu roste od roku 2006 do roku 2009. Většinu hodnoty vlastního kapitálu tvoří základní kapitál, jehož výše byla v průběhu analyzovaného období konstantní. Mezi významné položky vlastního kapitálu lze zařadit výsledek hospodaření minulých let, v tomto případě se jedná o zisk minulých období. Jeho hodnoty se pohybovaly v rozmezí od 5,54 % do 8,40 %. Nejnižší hodnota zisku minulých let byla zaznamenaná v roce 2007 a činila

5,54 %, jelikož došlo ke snížení ukazatele v důsledku ztráty v předchozím roce. Nejvyšších hodnot nabýval zisk minulých let v roce 2009 a to 8,40 %. Výsledek hospodaření běžného účetního období ovlivnil negativně podíl vlastního kapitálu na pasivech v roce 2006, jelikož nabyl záporných hodnot. Rozmezí, v němž se nalézaly hodnoty podílu výsledku hospodaření, bylo od -0,32 % do 5,50 % a jeho hodnoty v analyzovaném období rostly. Následující graf zobrazuje vývoj položek vlastního kapitálu.

*Graf 3.7 Vývoj hlavních složek vlastního kapitálu v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

Cizí zdroje se podílely na pasivech ve výši od 44,78 % do 54,99 % a jejich tendence byla klesající. Maximální hodnoty dosáhly v roce 2006, kdy se jejich podíl rovnal 54,99 % celkových pasiv. V následujících letech podíl cizích zdrojů klesal, až dosáhl hodnoty 44,78 % v roce 2009. Největší podíl v cizích zdrojích mají krátkodobé závazky, pak bankovní úvěry a výpomoci a dále také dlouhodobé závazky.

Dlouhodobé závazky mají také klesající charakter, ačkoliv v roce 2006 jejich podíl na pasivech za sledované období dosáhl hodnoty 8,33 %, kterou z větší části tvořil podíl závazků z obchodních vztahů ve výši 6,39 %. Dlouhodobé závazky i dlouhodobé pohledávky z obchodních vztahů dosáhly v daném roce svého maxima. V roce 2008 až 2009 se již jiné závazky neobjevovaly, jelikož byly spjaty s modernizací gastrocentra a se zabezpečením nových provozů. Zbylou část dlouhodobých závazků tvořil odložený daňový závazek.

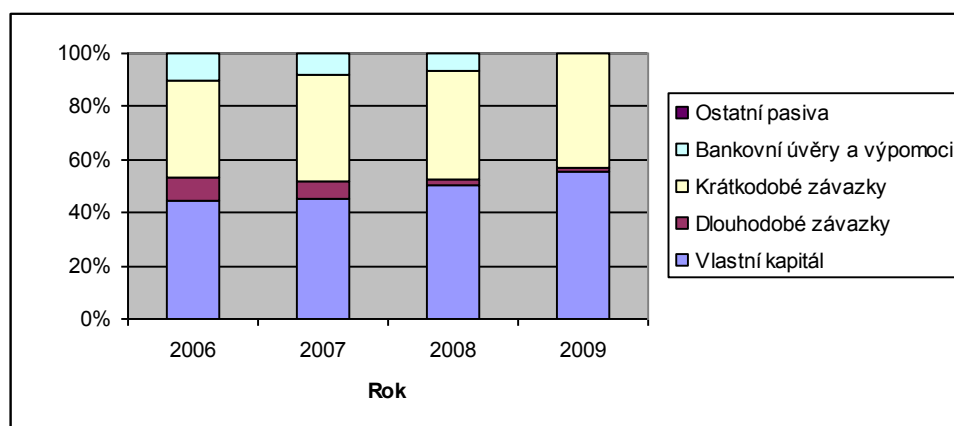
Krátkodobé závazky měly oproti dlouhodobým závazkům protichůdnou tendenci. Jejich hodnota podílu v čase rostla a to od 36,82 % do 42,95 %, tato hodnota krátkodobých závazků byla stanovena v roce 2009. Hlavní složkou krátkodobých závazků byly závazky z obchodních vztahů, kdy se jejich podíl 26,73 % z roku 2006 zvýšil v roce 2007 na 29,01 %. V dalších dvou letech se tento podíl snížil až na 21,57 % v roce 2009. Dále se na hodnotě



podílu krátkodobých závazků podílely závazky k zaměstnancům, daňové závazky, závazky na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění, jejichž hodnoty rostly v čase, kdy v roce 2009 dosáhly nejvyšších hodnot ve sledovaném období.

Podnik XY si v roce 2006 vzal dlouhodobý úvěr na profinancování investičních činností a podíl úvěru dosáhl maxima v roce 2006, kdy byl ve výši 9,83 %. V následujících letech podíl bankovních úvěrů klesal až do roku 2009, kdy společnost XY splatila celý poskytnutý úvěr. Podíl složek cizích zdrojů je zobrazen v Grafu 3.8.

*Graf 3.8 Vývoj hlavních položek cizích zdrojů v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

#### 4.2.5 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Horizontální analýzy výkazu zisku a ztráty popisuje vývoj jednotlivých výsledků hospodaření v letech 2006 až 2009. V roce 2006 firma realizovala ztrátu ve výši 209 tis. Kč, ale v následujícím roce již firma XY generovala kladný výsledek hospodaření za běžnou činnost ve výši 294 tis. Kč. V roce 2008 činil výsledek hospodaření za běžnou činnost 1 444 tis. Kč a v roce 2009 3 475 tis. Kč. Největší nárůst tohoto výsledku hospodaření byl v roce 2008, kdy se zvýšil o 391,16 % (1 444 tis. Kč) oproti hodnotě předcházejícího období (294 tis. Kč).

Provozní výsledek hospodaření byl v letech 2006 až 2009 kladný. V roce 2006 činil 587 tis. Kč a v následujícím období zaznamenal nárůst o 34,92 % a jeho hodnota byla 792 tis. Kč. Největší nárůst provozního výsledku hospodaření nastal v roce 2008, kdy se předchozí provozní zisk zvýšil o 212,37 % a činil tedy 2 474 tis. Kč. Na navýšení provozního zisku v roce 2008 se výrazně podílel nárůst výkonů o 3,72 % (4 915 tis. Kč) a nárůst tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu o 451,3 % (1 214 tis. Kč), dále snížení ostatních provozních nákladů o 17,36 % (252 tis. Kč), daní a poplatků o 7,87 % (10 tis. Kč) a také

změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti o 195,96% (388 tis. Kč). Mezi negativní změny, jež snížily nárůst provozního zisku, patří pokles objemu tržeb za prodej zboží o 2,50 % (2 149 tis. Kč), snížení ostatních provozních výnosů o 40,36 % (385 tis. Kč), zvýšení výkonové spotřeby o 1,52 % (1 211 tis. Kč), osobních nákladů o 0,75 % (508 tis. Kč), zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku a materiálu o 317,71 % (861 tis. Kč). I když v roce 2008 došlo ke snížení tržeb za prodej zboží, k nárůstu výkonové spotřeby, osobních nákladů atd., tak převážil pozitivní efekt, který plynul ze zvýšení tržeb za prodej výkonů a dlouhodobého majetku a materiálu. Pokles v tržbách za zboží byl způsoben poklesem tržeb v bufetech a v restauracích, zatímco tržby za výkony ovlivnila rostoucí spotřeba jídel v závodních jídelnách.

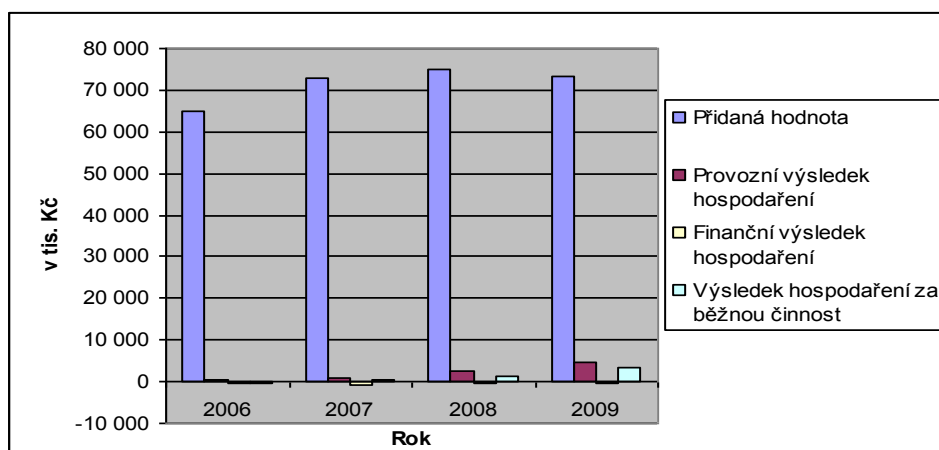
V roce 2009 vzrostl provozní zisk o 45,02 % a jeho hodnota byla 4 500 tis. Kč. V tomto roce se výrazně snížily tržby za prodej zboží o 24,44 % (16 436 tis. Kč.) a výkony o 1,07 % (1 445 tis. Kč), ale zároveň s poklesem tržeb klesaly náklady a to mnohem výrazněji. Značný úbytek byl zaznamenán v oblasti nákladů vynaložených na prodej zboží o 24,58 % (12 750 tis. Kč), snížila se také výkonová spotřeba o 4,18 % (3 247 tis. Kč) a také mzdové náklady o 4,62 % (3 023 tis. Kč). Opět poklesly tržby za prodej zboží v bufetech a restauračních zařízeních, ale snížení počtu zaměstnanců společnosti XY vedlo k poklesu mzdových nákladů. Paradoxně toto snížení počtu kmenových zaměstnanců provedly i firmy, kterým společnost XY zajišťuje závodní stravování, jelikož byla tato skutečnost důsledkem celosvětové ekonomické recese. Na druhou stranu firmy, ve kterých jsou provozovány závodní jídelny, nevystavují svým zaměstnancům stravenky v klasické listinné podobě, ale každý kmenový zaměstnanec obdrží kartu určenou pro bezhotovostní nákup jídel v kantýně či bufetu. Zaměstnavatel přispívá na toto jídlo určitým předem známým procentem a zbytek částky je strhnut zaměstnanci ze mzdy. Tímto je rádobý zabezpečen neustálý odběr výrobků společnosti XY, čili hotových jídel.

Finanční výsledek hospodaření byl po celé analyzované období záporný. V roce 2007 vzrostla meziročně ztráta o 79,34 % (288 tis. Kč). V roce 2008 poklesla tato ztráta o 20,28 % (132 tis. Kč) oproti předchozímu období a v roce 2009 dokonce o 74,75 % (222 tis. Kč). Mezi hlavními položkami, které negativně ovlivnily finanční výsledek hospodaření, patří nákladové úroky, které v roce 2007 vzrostly o 157,38 % (288 tis. Kč) oproti roku 2006. V roce 2008 až 2009 došlo k jejich poklesu nejprve o 34,18 % (161 tis. Kč) a později o 124,64 % (172 tis. Kč). Tyto nákladové úroky jsou spjaté s úvěrem, který si společnost XY pořídila. Jelikož společnost XY nevlastní jiný krátkodobý finanční majetek než peníze a vklady na bankovních

účtech, tak výnosové úroky představují bankou připsané úroky na vkladových účtech, jejichž výše není nijak významná.

Přidaná hodnota v roce 2007 vzrostla o 11,81 % (7 679 tis. Kč) vůči roku 2006 a v roce 2008 byl opět zaznamenán nárůst této hodnoty o 3,34 % (2 431 tis. Kč) oproti předchozímu roku. Naopak v roce 2009 výše přidané hodnoty klesla o 2,75 % (1 884 tis. Kč), jelikož se v tomto roce negativně projevila recese v podobě snížení tržeb za prodej zboží a výkonů. Vývoj klíčových položek výkazů zisku a ztrát zobrazuje níže uvedený Graf 3.9.

*Graf 3.9 Vývoj přidané hodnoty a výsledků hospodaření v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

#### 4.2.6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Tržby za prodej výrobků a služeb byly zvoleny jako základ pro provedení vertikální analýzy, jelikož významně ovlivňují výši výsledku hospodaření. Jejich hodnota činí v jednotlivých letech vždy 100 %.

Výkonová spotřeba představuje položku, jež se přímo odvíjí od tržeb za prodej výrobků a služeb. Hodnota výkonové spotřeby klesala v jednotlivých letech a nejvyšší hodnoty dosáhla v roce 2006 a to 63,10 % z těchto tržeb. Ve výkazu zisku a ztráty je patrné, že objem tržeb za prodej výrobků a služeb a výkonové spotřeby v roce 2007 a 2008 vzrostl, a následně v roce 2009 klesl. Z poměru výkonové spotřeby a tržeb za vlastní výrobky a služby je patrné, že nárůst tržeb byl vyšší než nárůst této spotřeby, a proto došlo ke snížení poměru těchto dvou složek. Nejnížší hodnota podílu výkonové spotřeby byla v roce 2009 59,21 % a její nejvýznamnější částí byla spotřeba materiálu a energie, jejíž podíl činil od 49,22 % až do 52,83 %. Výše spotřeby materiálu a energie v čase klesá.

Podíl tržeb za prodej zboží byl v rozmezí od 51,26 % do 66,43 %, největší podíl tržeb za prodej zboží byl zaznamenán v roce 2007 a činil 67,26 %. Nejmenší podíl byl v roce 2009

a činil 51,26 %. Díky rozšíření klientské základy v roce 2007 došlo ke zvýšení těchto tržeb a naopak v roce 2009 nepříznivě působila na tržby ekonomická recese. Podíl nákladů vynaložených na prodej zboží vzrostl v roce 2007 na 51,32 % oproti roku 2006, kdy byl ve výši 50,44 %. V roce 2008 a 2009 tyto hodnoty klesly na úroveň 39,53 %.

Celkové osobní náklady se pohybovaly v rozmezí od 49,89 % do 53,26 %, z čehož mzdové náklady činí 37,09 % až 38,44 %. Jak již bylo dříve zmíněno, mzdové náklady představují přibližně 1/3 tržeb za prodej výrobků a služeb. Podnik XY se proto snaží zvyšovat produktivitu práce optimálním přizpůsobením pracovní doby svých pracovníků tak, aby co nejvíce odpovídala pracovní době daného klienta. V roce 2007 došlo k mírnému nárůstu podílu jak osobních nákladů na 53,26 %, tak i mzdových nákladů na 38,79 %, jelikož společnost XY začala provozovat závodní stravování i v jiných podnicích, a bylo nutno navýšit stav zaměstnanců. K navýšení počtu pracovníků došlo sice také v roce 2008, ale se začínající recesí byla firma XY nucena snížit mzdové ohodnocení svým zaměstnancům.

### 4.3 Tradiční ukazatele finanční výkonnosti podniku

Mezi klasické ukazatele finanční výkonnosti lze zařadit především ukazatele absolutní hodnoty zisku a ukazatele rentability.

#### 4.3.1 Ukazatele zisku

Patří mezi nejpoužívanější měřítka výkonnosti podniku. V níže uvedené tabulce jsou uvedeny různé kategorie výsledků hospodaření za období 2006 až 2009. Na těchto ukazatelích je patrné, jak jejich výši ovlivňují jednotlivé položky výkazu zisku a ztráty. Graf 3.10 znázorňuje vývoj jednotlivých kategorií výsledku hospodaření.

Tab. 3.2 Kategorie výsledků hospodaření v letech 2006 až 2009

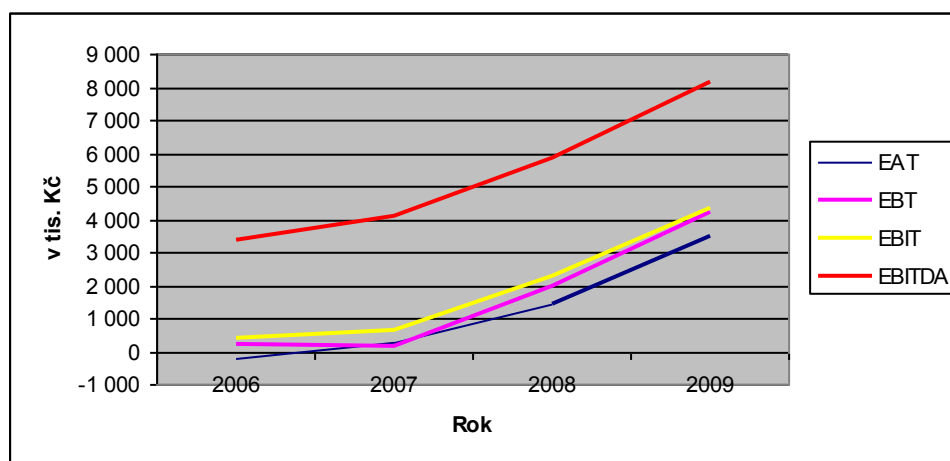
Ukazatel v tis. Kč	Rok			
	2006	2007	2008	2009
EAT	-209	294	1 444	3 475
EBT	224	141	1 955	4 203
EBIT	407	612	2 265	4 341
EBITDA	3 357	4 115	5 851	8 133

Zdroj: Vlastní výpočty

Ukazatel čistého zisku (EAT) je v roce 2006 záporný. V tomto případě je po odečtení daně, kterou zvětší částí tvořila odložená daň, od výsledku hospodaření před zdaněním dosaženo záporné hodnoty výsledku hospodaření za dané účetní období. V následujících

letech, pak došlo k nárůstu kladné hodnoty čistého zisku. Na ukazateli EBT je patrné, jak jej ovlivňuje výše placených úroků z bankovního úvěru. Firma XY nevlastní žádný jiný finanční majetek kromě peněz a vkladů na bankovním účtu. Úroky připisované bankou jsou podstatně nižší než úroky placené z úvěru, a proto nedokážou vyvážit hodnotu placených úroků z úvěru, které následně ovlivňují výši EBITu. Nejvyšší hodnota úroků z úvěru byla v roce 2007, a proto došlo ke značnému nárůstu hodnoty EBITu. Ukazatel EBIT měl po celé sledované období rostoucí trend. EBITDA obsahuje hodnotu odpisů aktiv, a jelikož objem odpisů v průběhu sledovaného období rostl, tak se i zvýšila hodnota EBITDA. V Tab. 3.2 je patrné, jak velkou část EBITDA tvoří právě odpisy dlouhodobého majetku.

*Graf 3.10 Vývoj jednotlivých kategorií výsledku hospodaření v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

#### 4.3.2 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability jsou nejčastějším kritériem při hodnocení efektivnosti činnosti podniku. Výpočet jednotlivých ukazatelů je proveden na základě vzorců uvedených v kapitole 1.6.2. Hodnoty jednotlivých ukazatelů v období 2006 až 2009 jsou zachyceny v Tab. 3.3.

*Tab. 3.3 Ukazatele rentability v letech 2006 až 2009*

Ukazatel v %	Rok			
	2006	2007	2008	2009
ROS	-0,11%	0,14%	0,66%	1,75%
ROA	0,61%	0,93%	3,66%	6,87%
ROE	-0,71%	0,98%	4,60%	9,97%
ROCE	1,13%	1,73%	6,37%	12,46%

Zdroj: Vlastní výpočty

Ukazatel ROS je vypočítán pomocí vzorce (1.12). V roce 2006 měla společnost XY záporný výsledek hospodaření, a proto je hodnota ukazatele záporná. V následujících letech

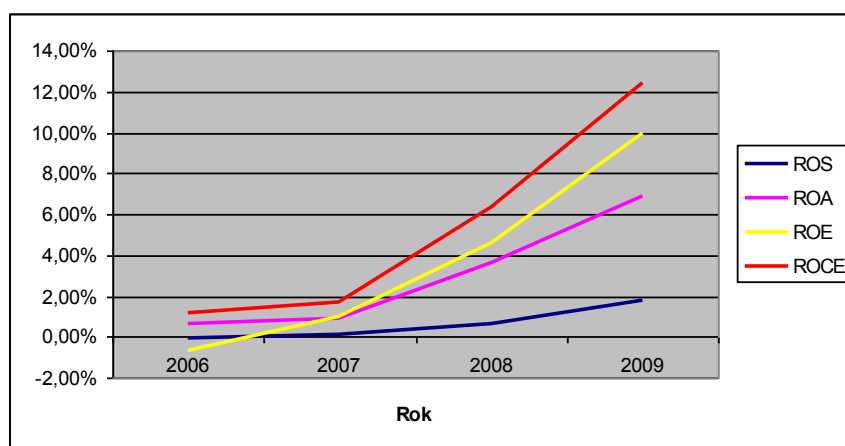
došlo k nárůstu tohoto ukazatele, jelikož v letech 2006 až 2008 vzrostl objemu tržeb i čistého zisku. Nejvyšší hodnoty ROS dosahuje v roce 2009 a to 1,75 %, jelikož došlo k nárůstu čistého zisku, ale zároveň se snížil objem celkových tržeb, a v tomto roce připadá na 1 Kč tržeb 0,017 Kč čistého zisku.

Hodnota ROA je spočítán na základě vzorce (1.9). Společnost XY měla v roce 2006 ztrátu a to se negativně projevilo na výši ROA, který činil 0,61 %. V roce 2007 lze zpozorovat mírný nárůst ROA a to na 0,93 %. V následujícím období je patrné zhodnocení aktiv z 3,66 %. Maximální hodnota byla dosažena v roce 2009, kdy ukazatel ROA dosáhl 6,87 %. V letech 2008 až 2009 došlo k výraznému růstu hodnoty EBITu, zatímco aktiva rostla pozvolnějším tempem, a proto v tomto období dokázala společnost XY efektivněji zhodnotit svůj majetek.

Výpočet ROE je proveden pomocí vzorce (1.11). Podnik XY nedokázal v roce 2006 zhodnotit kapitál vložený vlastníky, jelikož byl výsledek hospodaření záporný. Ztráta v roce 2006 byla způsobena výši splatné a odložené daně z příjmu za běžnou činnost. Další období se vyznačovala nárůstem hodnoty ROE, kdy největšího zhodnocení vloženého kapitálu bylo dosaženo v roce 2009, kdy připadlo na 1 Kč vloženého kapitálu 0,099 Kč čistého zisku. Ve sledovaném období došlo ke zvýšení čistého zisku i objemu vlastního kapitálu, avšak objem čistého zisku rostl rychleji, než tomu bylo u hodnoty vlastního kapitálu. Na konci roku 2008 byly již zaznamenány vlivy ekonomické recese, které se projeví především v roce 2009. Společnost XY zabezpečuje závodní stravování především v průmyslových podnicích a průmyslových zónách v regionu, dále vlastní a provozuje dvě restaurace a hotel, jejichž ziskovost také ovlivnila recese. Firmy, které představují klíčové zákazníky, snížily v období recese stavy svých zaměstnanců, což se následně negativně projevilo na celkové výši realizovaných tržeb, z kterých se následně určuje výše čistého zisku.

Ukazatel ROCE byl vypočítán pomocí vzorce (1.10). K největšímu zhodnocení dlouhodobé kapitálu došlo v roce 2009 a to 12,46 %, jelikož byl zaznamenán v tomto roce nárůst hodnoty EBIT a došlo ke snížení objemu dlouhodobého kapitálu, který byl ovlivněn poklesem podílu dlouhodobých cizích zdrojů. V letech 2006 až 2007 rostla hodnota EBITu pomaleji, než klesala hodnota dlouhodobého kapitálu. U dlouhodobého kapitálu je patrné, že každý pokles objemu dlouhodobých cizích zdrojů, byl kompenzován nárůstem hodnoty vlastního kapitálu. Nejnižší hodnota ROCE činila 1,13 % v roce 2006.

Graf 3.11 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

### 4.3.3 Pyramidový rozklad ROE

Rentabilita vlastního kapitálu se řadí mezi důležité ukazatele výkonnosti podniku, kterou ovlivňuje celá řada dalších faktorů. Pro detailní analýzu vývoje ROE společnosti XY byl použit pyramidový rozklad za období 2006 až 2009. Pro kvantifikaci aditivních a multiplikativních vazeb byla aplikována funkcionální metoda rozkladu, jelikož společnost XY byla v roce 2006 ve ztrátě. Jedním z dílčích ukazatelů jsou upravené náklady, které představují náklady snížené o hodnotu daně a úroků placených z bankovního úvěru.

Schéma pyramidového rozkladu ROE s následnou analýzou odchylek pomocí funkcionální metody se nachází v Příloze č. 7 až 9 a je rozděleno do jednotlivých období. Následující tři tabulky znázorňují relativní změnu ROE a dílčích ukazatelů, která je určena pomocí vzorce (1.36), dále jejich vliv na změnu ROE a jejich podíl na celkové změně ROE.

Tab. 3.4 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně ROE v letech 2007/2006

Ukazatel	Období 2007/2006			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EAT/VK	-2,39	1,69%	-	-
EAT/V	-2,27	1,68%	99,54%	1.
V/A	0,11	0,01%	0,59%	2.
A/VK	-0,01	0,00%	0,00%	3.
EAT/EBT	-3,23	1,96%	116,13%	1.
EBT/EBIT	-0,58	-0,35%	-20,74%	7.
$N_{\text{uprav}}/V$	0,00	0,07%	4,15%	2.
DA/V360	-0,10	0,0052%	0,31%	3.
OA/V360	-0,10	0,0051%	0,30%	4.
DZ/A	-0,18	-0,001%	-0,06%	6.
KZ/A	0,07	0,001%	0,06%	5.

Zdroj: Vlastní výpočty

Ukazatel ROE měl v roce 2006 zápornou hodnotu, jelikož podnik XY dosáhl záporného výsledku hospodaření. V roce 2007 došlo ke zvýšení hodnoty ROE a to o 1,69 %. Nejvíce jej ovlivnila hodnota rentability tržeb a to z 99,54 % a to především její složka, kterou představuje úroková redukce. Úroková redukce se podílela na absolutní změně ROE 116,1 %, jelikož v roce 2006 způsobila ztrátu hodnota odložené daně. ROE i ROS jsou konstruovány na bázi čistého zisku a společnost XY měla v letech 2007 až 2009 kladný výsledek hospodaření. Žádný další dílčí ukazatel tohoto rozkladu se výrazněji nepodílel na této změně ROE. Pozitivně působil na podíl na absolutní změně ROE také ukazatel rentability nákladů (4,15 %), jelikož v roce 2007 došlo ke snížení nákladovosti výroby.

Značný negativní vliv v tomto období měl ukazatel úrokové redukce, jehož vliv absolutní změny činil -0,35 %, a podílel se tedy na absolutní změně ROE -20,74 %. V roce 2007 firma XY zaplatila nejvyšší úroky z bankovního úvěru za celé sledované období a také výše EBT výrazně poklesla oproti předchozímu roku, a proto se snížila hodnota ukazatele úrokové redukce. Nepatrný negativní vliv na ROE měl také ukazatel dlouhodobé zadluženosti (-0,06 %), který představoval druhý nejvyšší zjištěný negativní podíl na změnu ROE. Podíly zbylých dílčích ukazatelů byly zanedbatelné, a proto nijak významně neovlivnily ROE.

*Tab. 3.5 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně ROE v letech 2008/2007*

Ukazatel	Období 2008/2007			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EAT/VK	3,69	3,62%	-	-
EAT/V	3,83	3,71%	102,49%	1.
V/A	0,08	0,23%	6,35%	2.
A/VK	-0,11	-0,32%	-8,84%	3.
EAT/EBT	-0,65	-3,82%	-105,52%	7.
EBT/EBIT	-0,58	3,80%	104,97%	1.
$N_{\text{uprav}}/V$	-0,01	3,73%	103,04%	2.
DA/V360	-0,02	0,03%	0,83%	5.
OA/V360	-0,14	0,20%	5,55%	3.
DZ/A	-0,41	-0,36%	-9,99%	6.
KZ/A	0,07	0,04%	1,10%	4.

Zdroj: Vlastní výpočty

V letech 2008/2007 se zvýšila hodnota ROE o 3,62 %. Velmi pozitivně působil na tuto skutečnost vliv absolutní změny ROS (3,71 %), který se přímo podílel 102,49 % na změně ROE. Největší kladný vliv měl ukazatel úrokové redukce (104,97 %). V roce 2008 se snížil objem placených úroků, což způsobilo zvýšení hodnoty ukazatele úrokové redukce. Dalším ukazatelem, který příznivě ovlivnil změnu ROE a to 103,04 %, byla rentabilita nákladů, která



opět vzrostla. Příznivě působil na vývoj ROE ukazatel doby obratu oběžných aktiv (5,55 %), který klesl, tedy podniky XY dokáže rychleji přeměnit oběžná aktiva na peněžní prostředky.

Naopak negativní účinek měla daňová redukce (-105,52 %), která se snížila, jelikož došlo k poklesu poměru EAT k EBT. Tento vývoj způsobuje výše odložené daně, která v roce 2007 byla negativní, a tímto navýšila čistý zisk. V následujícím období byla výše odložené daně kladná. Odložená daň se používá u podniků, které tvoří konsolidační celek, nebo které sestavují účetní závěrku v plném rozsahu. Daňová povinnost vyplývá z rozdílů, které nastávají v případě odlišného pohledu účetního a daňového na určité položky v účetnictví. Dlouhodobá zadluženost aktiv (-9,99 %) negativně ovlivnila absolutní změnu ROE, jelikož klesla její hodnota. Dlouhodobá zadluženost se zmenšila, jelikož podnik XY neevidoval žádné jiné dlouhodobé závazky.

*Tab. 3.6 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně ROE v letech 2009/2008*

Ukazatel	Období 2009/2008			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EAT/VK	1,17	5,37%	-	-
EAT/V	1,61	6,78%	126,26%	1.
V/A	-0,10	-0,78%	-14,53%	3.
A/VK	-0,08	-0,63%	-11,73%	2.
EAT/EBT	0,12	0,83%	15,46%	3.
EBT/EBIT	0,12	0,84%	15,64%	2.
$N_{\text{uprav}}/V$	-0,01	5,12%	95,34%	1.
DA/V 360	0,12	-0,43%	-8,01%	6.
OA/V 360	0,10	-0,35%	-6,52%	5.
DZ/A	-0,79	-1,00%	-18,62%	7.
KZ/A	0,06	0,37%	6,89%	4.

Zdroj: Vlastní výpočty

V roce 2008 se podílelo na absolutní změně ROE více ukazatelů. Jejich hodnoty byly poměrně vyrovnané. Stejně jako v předchozích letech největší pozitivní podíl na absolutní změně ROE měl ukazatel ROS (126,26 %). Dílčím ukazatelem, který se podílel největší mírou na kladné absolutní změně ROE, byla rentabilita nákladů (95,34 %). Výše ukazatele daňové (0,83 %) a úrokové redukce (0,84 %) se příznivě projevila na absolutní změně ROE, jelikož hodnoty obou dílčích ukazatelů v roce 2009 vzrostly. Pokles placených úroků zapříčinil, že vzrostla úroková redukce, a její relativní změna činila 12 %. Daňovou redukcí ovlivnila kladně záporná odložená daň, která snížila hodnotu placené daně a přispěla tak ke zvýšení poměru mezi EAT a EBT, ale také k tomu, že se snížil objem odloženého závazků, který je součástí dlouhodobých závazků.

Pokles hodnoty dlouhodobých závazků způsobil, že dlouhodobá zadluženost opět negativně ovlivnila absolutní změnu ukazatele ROE (-1,00 %). Nepříznivě se také na vývoji ROE projevilo zvýšení doby obratu dlouhodobých (-0,43 %) i oběžných aktiv (-0,35 %). Doba obratu dlouhodobých aktiv vzrostla, jelikož se zvýšil objem dlouhodobých aktiv a klesla hodnota celkových tržeb. U oběžných aktiv došlo naopak k poklesu jejich objemu, který nebyl tak výrazný jako snížení celkových tržeb.

#### 4.4 Hodnocení finanční výkonnosti pomocí EVA

Pro zhodnocení výkonnosti firmy XY byla aplikována ekonomická přidaná hodnota na bázi provozního zisku (EVA-Entity) a na bázi zúženého hodnotového rozpětí (EVA-Equity). Ukazatel EVA na bázi provozního zisku je vypočítán pomocí vzorce (2.1) a na bázi zúženého hodnotového rozpětí pomocí vzorce (2.3). Nejprve je realizován propočet WACC, dále se určí EVA-Entity, kde je nutno nejprve stanovit výši NOA a NOPATu, a nakonec se vymezí hodnota EVA-Equity pomocí ukazatele ROE,  $R_E$  a hodnoty vlastního kapitálu.

##### 4.4.1 Vymezení celkových nákladů kapitálu společnosti

Při výpočtu nákladu kapitálu společnosti XY se nejprve stanoví náklady celkového kapitálu firmy prostřednictvím stavebnicové metody, jež používá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR.

*Bezriziková přírážka* se rovná výši bezrizikové úrokové sazby. Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR zveřejňuje hodnoty této úrokové sazby. Její výše je zobrazena v Tab. 3.7.

Tab. 3.7 Vývoj bezrizikové úrokové sazby v letech 2006 až 2009

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
Bezriziková úroková míra	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%

Zdroj: www.mpo.cz

*Riziková přírážka*  $R_{LA}$  se odvíjí od hodnoty úplatných zdrojů a její výše se určí pomocí vzorce (2.21). Hodnoty  $R_{LA}$  jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 3.8 Výše rizikové přírážky  $R_{LA}$

Položka v tis. Kč/Rok	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál (VK)	29 632	29 926	31 369	34 844
Bankovní úvěry (BÚ) průměrný stav	6 516	5 932	4 765	2 091
Úplatné zdroje (UZ)	36 148	35 858	36 134	36 935
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%

Zdroj: Vlastní výpočty

Analyzovaný podnik neemitoval žádné obligace a jeho úplatné zdroje byly tvořeny pouze vlastním kapitálem a bankovním úvěrem, který byl v roce 2009 zcela splacen. Výše úplatných zdrojů nepřesáhla 3 miliardy Kč a ani 100 mil. Kč v letech 2006 až 2009. Riziková přírážka byla ve všech sledovaných obdobích stejná. Její hodnota nepřesáhla 5 %, jelikož výše úplatných zdrojů byla menší než 100 mil. Kč.

Riziková přírážka  $R_{podnikatelské}$  je odvozena od výše ukazatele ROA, který je porovnáván s ukazatelem  $X1$ , který je vypočítán podle vzorce (2.18). Díky tomu, že hodnota ROA byla stanovena v intervalu mezi nulou a výši  $X1$  ve sledovaném období, bylo nutno určit rizikovou přírážku podle vzorce (2.19) uvedeného v kapitole 2.4.3. Výpočet ukazatele  $X1$  a přírážky  $R_{podnikatelské}$  je uveden v Příloze č. 10. Hodnoty ukazatele ROA,  $X1$  a rizikové přírážky jsou zachyceny v Tab. 3.9.

Tab. 3.9 Hodnota rizikové přírážky  $R_{podnikatelské}$

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
EBIT/A (ROA)	0,0061	0,0093	0,0366	0,0687
$X1$	0,0153	0,0431	0,0380	0,0386
ROA > 0 a zároveň	ROA < $X1$	ROA < $X1$	ROA < $X1$	ROA > $X1$
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnota ROA byla určena v intervalu mezi nulou a hodnotou  $X1$  v letech 2006 až 2008, proto bylo nutno výši rizikové přírážky vyčíslit. V roce 2009 činila riziková přírážka 0 %, jelikož se snížil celkový objem úplatných zdrojů a poměr úroků k bankovním úvěrům byl nulový, jelikož v tomto roce došlo ke splacení zbývajících částí bankovního úvěru, a navíc také vzrostla hodnota celkových aktiv. Všechny uvedené skutečnosti přímo ovlivnily výši ukazatele  $X1$ . Nejvyšší hodnota rizikové přírážky byla určena v roce 2007, jelikož došlo k nárůstu poměru placených úroků k úvěru, čili se zvýšila hodnota  $X1$ .

Podstatou rizikové přírážky  $R_{finstab}$  je ukazatel celkové likvidity. Je nutno ovšem stanovit mezní hodnotu likvidity, kterou představuje ukazatel  $XL$ . Nejprve je srovnávána hodnota běžné likvidity daného odvětví s hodnotou  $XL$ , pak následuje srovnání běžné likvidity podniku XY s ukazatelem  $XL$ . Podrobněji je tento postup popsán v kapitole 2.4.3. Výsledné hodnoty jsou znázorněny v Tab. 3.10.

Tab. 3.10 Hodnota rizikové přírážky  $R_{finstab}$

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita podniku XY	1,10	1,12	1,09	1,08
Běžná likvidita odvětví (L3) podle CZ-NACE	0,4	1,3	0,86	0,62
XL	1,25	1,3	1,25	1,25
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%

Zdroj: Vlastní výpočty

Riziková přírážka byla v jednotlivých letech stanovena pomocí vzorce (2.16), jelikož běžná likvidita podniku XY byla nižší než ukazatel XL, ale vyšší než jedna. Přírážka  $R_{finstab}$  měla rostoucí tendenci. Zavádějící může být skutečnost, že v roce 2007 došlo k nárůstu hodnoty běžné likvidity, a je logické, že by mělo následovat snížení hodnoty  $R_{finstab}$ , ale vzrostla také hodnota XL, a proto nenastal pokles této rizikové přírážky. Od roku 2008 neustále klesala hodnota běžné likvidity podniku XY, jelikož se snížil rozdíl mezi objemem oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Tyto skutečnosti měly vliv na ukazatel běžné likvidity, protože je konstruován jako poměr těchto dvou položek. Rozdíl mezi výši oběžných aktiv a krátkodobých závazků byl největší v roce 2007, kdy činil kolem 3 mil Kč, v následujících letech klesl a činil přibližně 2 mil. Kč, což ovlivnilo negativně hodnotu běžné likvidity podniku XY. Výpočet  $R_{finstab}$  je podrobněji znázorněn v Příloze č. 11. Hodnota běžné likvidity odvětví byla zjištěna podle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE).

Riziková přírážka  $R_{finstr}$  se vypočítá pomocí vzorce (2.23) a  $WACC_U$  určených pomocí stavebnicového modelu. Nejprve jsou stanoveny  $WACC_U$  firmy XY a to pomocí stavebnicového modelu, který používá Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Výpočet je proveden pomocí metody uvedené v kapitole 2.4.3 a to podle vzorce (2.16). Hodnota  $WACC_U$  v letech 2006 až 2009 je znázorněna v Tab. 3.11.

Tab. 3.11 Vyčíslení celkových nákladů nezadlužené firmy

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%
$WACC_U$	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%

Zdroj: Vlastní výpočty

$WACC_U$  společnosti XY v jednotlivých letech kolísaly. V roce 2007 náklady vzrostly v porovnání s předchozím rokem a dosáhly nejvyšší zjištěné hodnoty v průběhu sledovaného

období a to 19,05 %. V roce 2008 hodnota  $WACC_U$  klesla a stanovila tak nejnižší zjištěnou hodnotu v letech 2006 až 2009, činila 13,56 %. V dalším roce se hodnota  $WACC_U$  zvýšila na 14,36 %, protože toto kolísání ovlivnil vývoj  $R_{podnikatelské}$  a to zvláště kolísání ukazatele  $X1$ .

Dále je nutno zjistit výši nákladů vlastního kapitálu, která je odvozena z hodnoty  $WACC_U$ . Výpočet nákladů vlastního kapitálu je proveden pomocí vzorce (2.23). Následující tabulka obsahuje položky, jež se podílely na hodnotě těchto nákladů.

Tab. 3.12 Stanovení nákladů vlastního kapitálu v jednotlivých letech

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$WACC_U$	0,1573	0,1905	0,1356	0,1436
$UZ/A$	0,5456	0,5432	0,5842	0,5846
$(1-t)$	0,76	0,76	0,79	0,80
$\dot{U}/(BU+OBL)$	0,0281	0,0794	0,0651	0,0660
$VK/A$	0,4472	0,4533	0,5072	0,5515
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%

Zdroj: Vlastní výpočty

$R_E$  v roce 2007 vzrostlo a činilo 21,64 %, což byla maximální hodnota zjištěna v průběhu sledovaného období. V následujících dvou letech  $R_E$  výrazně kleslo a jeho hodnota byla vyčíslena na přibližně stejné úrovni. V roce 2009 činilo  $R_E$  již 14,90 %, ale nejnižší hodnota byla dosažena hodnotu v roce 2008 a to 14,84 %. Na výši  $R_E$  se nejvíce podílejí  $WACC_U$  a celková zadluženost firmy XY.

Teprve teď lze vyčíslit  $R_{finstr}$ , která vyplývá z kapitálové struktury. Její výše je určena pomocí vzorce (2.22) a hodnoty této rizikové přírážky jsou uvedeny v Tab. 3.13.

Tab. 3.13 Hodnota rizikové přírážky  $R_{finstr}$

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$WACC$	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%
$R_{finstr}$	2,99%	2,58%	1,28%	0,54%

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnota  $R_{finstr}$  postupně v jednotlivých letech klesala, jelikož výše této přírážky je odvozen z kapitálové struktury podniku XY. Společnost XY zaznamenala v průběhu sledovaného období pozvolný pokles objemu cizích zdrojů a tedy se snížila i její celková zadluženost.

Dále jsou vymezeny náklady vlastního kapitálu ( $R_E$ ) podle vzorce (2.17), které představují součet jednotlivých rizikových přírážek. V následující tabulce jsou uvedeny

jednotlivé hodnoty nákladů vlastního kapitálu a rizikových přírážek zjištěných v průběhu sledovaného období.

Tab. 3.14 Stanovení celkových nákladů zadlužené firmy

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%
$R_{finstr}$	2,99%	2,58%	1,28%	0,54%
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%

Zdroj: Vlastní výpočty

Z předchozí tabulky je patrné, že bezriziková sazba a  $R_{finstab}$  měly rostoucí tendenci. Podnik XY nemůže ovlivnit výši bezrizikové sazby, zatímco hodnotu  $R_{finstab}$  lze ovlivnit tím, že se zvýší běžná likvidita firmy XY. Běžná likvidita společnosti XY od roku 2007 pomalu klesala a tento vývoj ovlivnil výši  $R_{finstab}$ . Riziková přírážka charakterizující velikost podniku byla po celou dobu konstantní, jelikož společnost XY nevlastní úplatné zdroje, kterých hodnota by převyšovala částku 100 mil. Kč.  $R_{podnikatelské}$  se zvyšovalo do roku 2007, jelikož hodnota rentability aktiv byla o dost nižší než ukazatel  $X_1$ , a to díky nízkým hodnotám EBITu. V následujících dvou letech došlo k rapidnímu poklesu této přírážky, jelikož ukazatel ROA výrazně vzrostl.  $R_{finstr}$  mělo klesající charakter v průběhu celého sledovaného období.

Celkové náklady zadlužené firmy ( $WACC_L$ ) se stanoví podle vzorce (2.24). Lze říci, že tyto náklady jsou ovlivněny výší daňového štítu a celkových nákladů nezadlužené firmy. Výpočet těchto nákladů je zobrazen v následující tabulce.

Tab. 3.15 Stanovení nákladů vlastního kapitálu

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
D (v tis. Kč)	36 624	36 087	30 478	28 339
E (v tis. Kč)	29 632	29 926	31 369	34 844
t	24%	24%	21%	20%
$WACC_U$	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%
$WACC_L$	11,06%	13,54%	10,79%	12,02%

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnota  $WACC_L$  je ovlivněna zadlužeností celkových aktiv a sazbou daně z příjmů právnických osob. WACC se vyvíjely kolísavě, jelikož byl tento trend ovlivněn hodnotou celkových nákladů nezadlužené firmy. Nejvyšší hodnota  $WACC_L$  byla zjištěna v roce 2007 a to 13,54 %. Naopak v předchozím roce 2008  $WACC_L$  zaznamenaly nejnižší hodnotu a to

10,79 %, způsobila to nejvyšší hodnota zadluženosti celkových aktiv. V roce 2007  $WACC_L$  dosáhly svého maxima díky nejvyšším nákladům nezadlužené firmy. Lze konstatovat, že hodnota  $WACC_L$  vzrostla v letech 2007 a 2009 oproti roku 2006 a 2008, kdy hodnota  $WACC_L$  byla přibližně stejná.

#### 4.4.2 Determinování ukazatele EVA-Entity

Ukazatel EVA-Entity je určen pomocí vzorce (2.1), kdy je nejprve potřeba provést transformaci účetních dat tak, aby co nejvíce vystihovaly ekonomickou realitu. Nejprve byla vymezena *hodnota čistých operačních aktiv*.

Celková aktiva by bylo nutno snížit o krátkodobý finanční majetek, pokud by okamžitá likvidita přesáhla hodnotu 0,4. Tato hodnota představuje mezní hodnotu stanovenou podnikem XY pro určení provozně nutné rezervy krátkodobého finančního majetku. V tomto případě se jedná pouze o peněžní prostředky v pokladně a na běžných účtech. Společnost XY nevlastní žádné krátkodobé cenné papíry a podíly. Aktiva nebylo nutno snížit o přebytek krátkodobého finančního majetku, jelikož zjištěná okamžitá likvidita podle vzorce (1.15) nepřesáhla hodnotu 0,4. Hodnota okamžité likvidity je zobrazena v následující tabulce.

Tab. 3.16 Okamžitá likvidita podniku v letech 2006 až 2009

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
Pohotové platební prostředky	1 957	3 415	4 820	7 748
Krátkodobé závazky	24 398	26 106	24 927	27 138
Okamžitá likvidita podniku	0,08	0,13	0,19	0,29

Zdroj: Vlastní výpočty

Společnost XY nevlastní žádný dlouhodobý finanční majetek, proto není třeba zjišťovat účely jeho pořízení pro účely stanovení NOA. Podnik XY v analyzovaném období realizoval modernizaci stávajícího zařízení, a proto má ve svých aktivech položku nedokončený dlouhodobý majetek. Je nutno jej odečíst od celkových aktiv, jelikož se nepodílí na tvorbě hospodářského výsledku. Výše nedokončených investic je uvedena v Tab. 3.17.

Tab. 3.17 Nedokončené investice v letech 2006 až 2009

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Nedokončený dlouhodobý majetek	791	791	1 777	0

Zdroj: Výroční zprávy

Nedokončené investice se vztahují k modernizaci stávajících výrobních prostorů a závodních jídelen, také k zavádění systémů bezhotovostních plateb a v neposlední řadě se vztahují k rozšiřování podnikatelské činnosti.

Dále společnost XY vlastní aktiva, která nejsou nezbytná k provozování její činnosti. Jedná se o dlouhodobý hmotný majetek a materiál, který byl prodán pro svou přebytečnost. Firma XY také eviduje pohledávky, které představují pohledávky za fyzickými osobami z důvodu vymáhání škod na odpovědných osobách. Hodnota těchto položek je uvedena v Tab. 3.18.

*Tab. 3.18 Výše neoperačního majetku v letech 2006 až 2009*

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Neoperační dlouhodobá aktiva	0	0	444	0
Neoperační oběžná aktiva	500	478	831	400
- materiál	292	271	688	270
- pohledávky	208	207	143	130
Neoperační aktiva	500	478	1 275	400

Zdroj: Výroční zprávy

Modernizace s sebou přinesla i nákup nových strojů a fyzicky zastaralá stávající dlouhodobá aktiva, byla prodána kvůli své nadbytečnosti. Neoperační oběžná aktiva představují nadbytečný materiál, jehož výše se pohybovala v rozmezí od 270 do 688 tis. Kč. V roce 2008 hodnota nepotřebného materiálu činila 688 tisíc Kč a bylo to nejvíce za celé sledované období. Společnost XY se zabývá především závodním stravováním a výrobou chlazených jídel, jejichž doba trvanlivosti není delší než 21 dní. Ke konci roku 2008 se začaly negativně projevovat dopady recese a společnost XY musela z důvodu nadbytečnosti odprodat část svého materiálu, aby nedošlo k jeho znehodnocení. Mezi neoperační aktiva musela být zařazena i část pohledávek, jelikož se jednalo o pohledávky za fyzickými osobami z titulu vymáhání škod na majetku, které se postupně v jednotlivých letech snižovaly.

K operační činnosti podniku je využíván majetek pořízený formou finančního leasingu. Společnost XY si v roce 2006 pořídila pomocí finančního leasingu chladicí a mrazicí techniku. Pořizovací cena tohoto majetku činila 3 003 tis. Kč. Implicitní úroková míra byla určena pomocí vnitřního výnosového procenta z pořizovací ceny předmětu leasingu a z hodnoty leasingových plateb na konci roku, její výše byla stanovena na 11 %. Zjištění výše implicitní úrokové sazby bylo důležité pro stanovení implicitních splátek úvěru odpovídajícího leasingu a také pro stanovení absolutní výše úroku, který vyplývá z úrovně implicitní úrokové míry. Hodnoty jednotlivých položek jsou zobrazeny ve splátkovém kalendáři, který představuje Tab. 3.19.



Tab. 3.19 Splátkový kalendář majetku pořízeného na leasing v letech 2006 až 2009

Položka (v tis Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Leasingová závazek na začátku roku	3 003	2 364	1 255	367
Leasingová platba včetně úroku	969	1 369	1 027	407
Úrok (11 % z výše závazku k počátku roku)	330	260	138	40
Snížení závazku (leas. platba snižená o úrok)	639	1 109	889	367
Leasingová závazek na konci roku	2 364	1 255	367	0

Zdroj: Vlastní výpočty

Je nutné také upravit hodnotu celkových aktiv, kdy je nezbytné přičíst ke konečnému stavu aktiv v roce 2006 tržní hodnotu majetku pořízeného pomocí leasingu. Hodnota majetku pořízeného na leasing je snižována v jednotlivých letech o odpisy, které odpovídají běžným odpisovým zvyklostem v podniku XY a předpokládanému využívání aktiva. V tomto případě se jednalo o rovnoměrné odpisy po dobu 5 let, kterými se snižovala hodnota chladicí a mrazicí techniky. V následující tabulce je uveden odpis majetku a jeho zůstatková cena vždy ke konci daného roku.

Tab. 3.20 Odpisy a zůstatková cena majetku pořízeného na leasing v letech 2006 až 2009

Položka (v tis Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009	2010
Odpisy	330	668	668	668	668
k 31.12. (úprava týkající se aktiv)	2 673	2 005	1 336	668	0

Zdroj: Vlastní výpočty

Dále je potřeba upravit operační aktiva o neúročený cizí kapitál, který tvoří rozdíl mezi celkovými cizími zdroji a bankovními úvěry. Zahrnuje tedy dlouhodobé a krátkodobé závazky z obchodních vztahů, závazky k zaměstnancům, ze sociálního zabezpečení, daňové závazky a položky časového rozlišení. Výpočet neúročeného cizího kapitálu je znázorněn v následující tabulce.

Tab. 3.21 Stanovení neúročeného cizího kapitálu v jednotlivých letech

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Rezervy	0	0	0	0
Dlouhodobé závazky	5 518	4 496	1 278	1 153
Krátkodobé závazky	24 398	26 106	24 927	27 138
Časové rozlišení	192	137	92	48
Neúročený cizí kapitál	30 108	30 739	26 297	28 339

Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnota neúročeného cizího kapitálu byla zjištěna z rozvahy v jednotlivých obdobích. Neúročený cizí kapitál v roce 2007 nepatrně vzrostl na 30 739 tis. Kč oproti předchozímu období, což způsobil především nárůst objemu závazků z obchodních vztahů, který byl

důsledkem nárůstu počtu zákazníků, a proto firma XY byla nucena nakoupit více materiálu pro zabezpečení plynulého chodu. Od roku 2008 klesá objem závazků z obchodních vztahů kvůli ekonomické recesi a to na 26 297 tis. Kč. Tato skutečnost se odrazila v poklesu objemu neúročených závazků. V roce 2009 bylo snížení krátkodobých závazků z obchodních vztahů vyváženo nárůstem výše daňových závazků, závazků ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, a proto hodnota neúročeného cizího kapitálu opět vzrostla na 28 339 tis. Kč, ale nedosahovala takové výše jako v roce 2007.

Celková hodnota NOA je zachycena v Tab. 3.22, kdy celková aktiva jsou snížena o nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, o pohledávky, které nevznikly operační činností, o hodnotu prodaného dlouhodobého hmotného majetku a materiálu. Kromě toho jsou celková aktiva navýšena o majetek pořízený prostřednictvím leasingu a následně je od těchto aktiv odečtena výše neúročeného cizího kapitálu a položek časového rozlišení.

Tab. 3.22 Výpočet NOA v jednotlivých letech

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Aktiva celkem	66 256	66 013	61 847	63 183
Neoperační aktiva	500	478	1 275	400
Aktivace položek	2 673	2 005	1 336	668
Neúročený cizí kapitál	30 108	30 739	26 297	28 339
Čistá operační aktiva (NOA)	38 321	36 801	35 611	35 112

Zdroj: Vlastní výpočty

Nejvyšší hodnota čistých operačních aktiv byla zjištěna v roce 2006 a to 38 321 tis. Kč, kdy i celková aktiva byla nejvyšší. Od roku 2007 a 2008 hodnota čistých operačních aktiv klesala. V roce 2009 jejich objem činil 35 112 tis. Kč.

Dále byla stanovena výše *NOPATu*, který představuje výsledek hospodaření z provozní činnosti upravený o modifikace definované v kapitole 2.3.7. Společnosti XY eviduje položky, jež se svou výší neopakují, v podobě odstupného pro větší počet zaměstnanců a nákladů na vzdělávání zaměstnanců. Obě tyto položky se přičtou k provoznímu výsledku hospodaření. V Tab. 3.24 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých položek.

Tab. 3.23 Hodnota položek, jež se svou výší neopakují v letech 2006 až 2009

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Odstupné pro zaměstnance	0	0	1 518	934
Náklady na vzdělávání zaměstnanců	92	127	149	114
Neopakující se položky celkem	92	127	1 667	1 048

Zdroj: Interní materiály

Mezi položky, jež se svou výší neopakují, také patří náklady a výnosy z prodaného dlouhodobé hmotného majetku a materiálu. Níže uvedená tabulka obsahuje zůstatkovou cenu prodaného dlouhodobého majetku a materiálu a také tržby z tohoto prodeje.

Tab. 3.24 Výnosy a náklady z prodaného dlouhodobého hmotného majetku a materiálu

Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	292	271	1 132	270
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	343	269	1 483	456
Rozdíl	51	-2	351	186

Zdroj: Vlastní výpočty

V roce 2008 byl zaznamenán nejvyšší rozdíl mezi výnosy a náklady z tohoto prodeje, jelikož byl realizován prodej nadbytečného dlouhodobého majetku. V každém roce sledovaného období došlo k prodeji přebytkového materiálu. Firma se zabývá závodním stravováním a nemůže skladovat některé potraviny příliš dlouho, aby nedošlo k jejich znehodnocení, proto raději volí formu odprodeje nadbytečného materiálu.

Výnosové úroky z bankovního účtu i čisté leasingové splátky je nutno přičíst k provoznímu výsledku hospodaření. Výpočet hodnoty NOPATu v jednotlivých letech je zachycen v Tab. 3.25.

Tab. 3.25 Stanovení hodnoty NOPATu v letech 2006 až 2009

Položka v (tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
Provozní výsledek hospodaření	587	792	2 474	4 500
Výnosy z finančního majetku (+)	12	4	5	6
Náklady z neoperačních aktiv (+)	384	398	2 799	1 318
Výnosy z neoperačních aktiv (-)	343	269	1 483	456
Původní leasingová platba (+)	969	1 369	1 027	407
Odpisy leasingu (-)	330	668	668	668
Změna nákladových rezerv (+)	-36	-198	190	181
Daňová sazba	24%	24%	21%	20%
Operační výsledek hospodaření	1 243	1 428	4 344	5 288
Vypočtená daň	298	343	912	1 058
NOPAT	944	1 085	3 432	4 230

Zdroj: Vlastní výpočty

Zde je patrné, že výši čistého provozního zisku ovlivňují odpisy a čisté splátky majetku pořízeného na leasing, náklady a výnosy z neoperačních aktiv a také různá míra zdanění v jednotlivých letech. Daňová sazba má klesající tendenci v roce 2009 činila 20 %, zatímco v roce 2006 a 2007 byla 24 %.

### Propočet EVA-Entity

Výše ukazatele EVA-Entity je stanovena pomocí vzorce (2.1). Hodnoty EVA-Entity v jednotlivých letech jsou zobrazeny v následující tabulce.

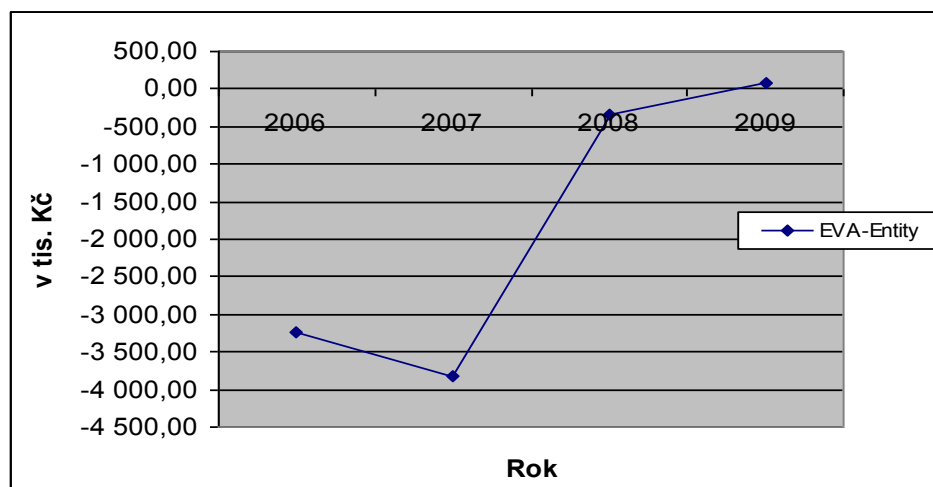
Tab. 3.26 Hodnoty ukazatele EVA-Entity v letech 2006 až 2009

Položka(v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
NOA	37 900	36 297	35 025	34 444
NOPAT	944	1 085	3 432	4 230
WACC	11,06%	13,54%	10,79%	12,02%
EVA-Entity	-3 248,42	-3 829,52	-348,22	89,11

Zdroj: Vlastní výpočty

Tento ukazatel se vyvíjel kolísavě. Po celé sledované období hodnota ukazatele byla záporná, čili podnik negeneroval žádnou hodnotu pro své investory. V roce 2007 se záporná hodnota EVA-Entity zvýšila na -3 248,42 Kč. V následujícím roce došlo k rapidnímu zvýšení tohoto ukazatele a EVA-Entity činila -348,22 tis. Kč. V roce 2009 zase hodnota EVA-Entity vzrostla a to na 89,11 tis. Kč. Sice hodnota EVA-Entity nebyla nijak vysoká, ale byla kladná. Lépe je to patrné na níže zobrazeném grafu.

Graf 3.12 Vývoj hodnoty EVA-Entity v letech 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

Pro porovnání postupu stanovení EVA-Entity byla ještě vypočítaná EVA-Equity, která vychází z účetních dat. Výpočet EVA-Equity je proveden v následující kapitole.

#### 4.4.3 Stanovení EVA-Equity

Hodnota ukazatele EVA-Equity je určena pomocí vzorce (2.2). Výpočet ukazatele EVA-Equity je zobrazen v následující tabulce.

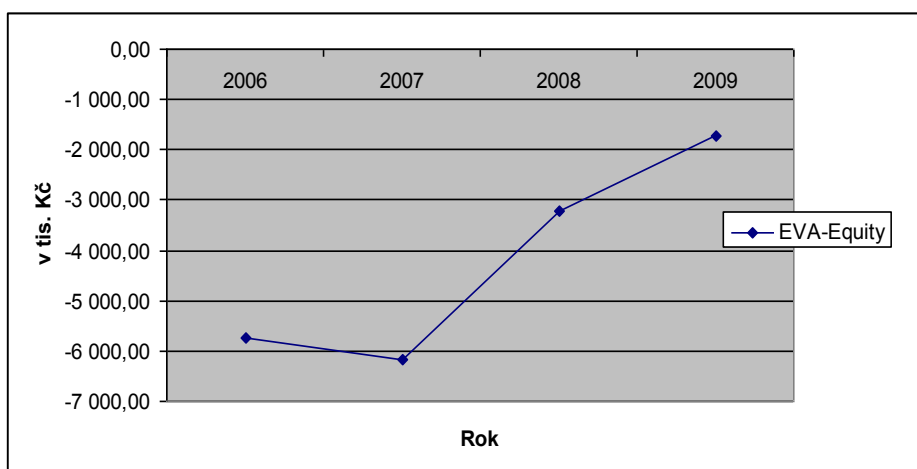
Tab. 3.27 Hodnoty EVA-Equity v jednotlivých letech

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
ROE	-0,71%	0,98%	4,60%	9,97%
R <sub>E</sub>	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%
E	29 632	29 926	31 369	34 844
EVA-Equity	-5 755,45	-6 180,71	-3 210,15	-1 717,82

Zdroj: Vlastní výpočty

Vývoj ukazatele EVA-Equity je zachycen v Grafu 3.13. Hodnoty tohoto ukazatele začaly narůstat od roku 2008. V roce 2007 byla EVA-Equity nejnižší, jelikož ji negativně ovlivnila výše nákladů vlastního kapitálu, které byly v tomto roce nejvyšší za celé sledované období, sice došlo v roce 2007 k nárůstu hodnoty ukazatele ROE díky kladnému výsledku hospodaření, ale tento nárůst nepomohl zvýšit hodnotu ukazatele EVA-Equity. V dalších letech se již kladně projevilo navýšení ukazatele ROE, který byl ovlivněn především nárůstem objemu výsledku hospodaření, ale i přesto zůstává hodnota EVA-Equity záporná. Rostoucí tendenci EVA-Equity lze vidět v následujícím grafu, kde je patrné, že se snižuje záporná hodnota tohoto ukazatele a to díky zvýšení čistého zisku a snížení nákladů vlastního kapitálu. Tato situace je pro firmu XY příznivá, protože pokud bude vývoj pokračovat tímto tempem, mohla by být hodnota ukazatele EVA-Equity v příštích obdobích kladná.

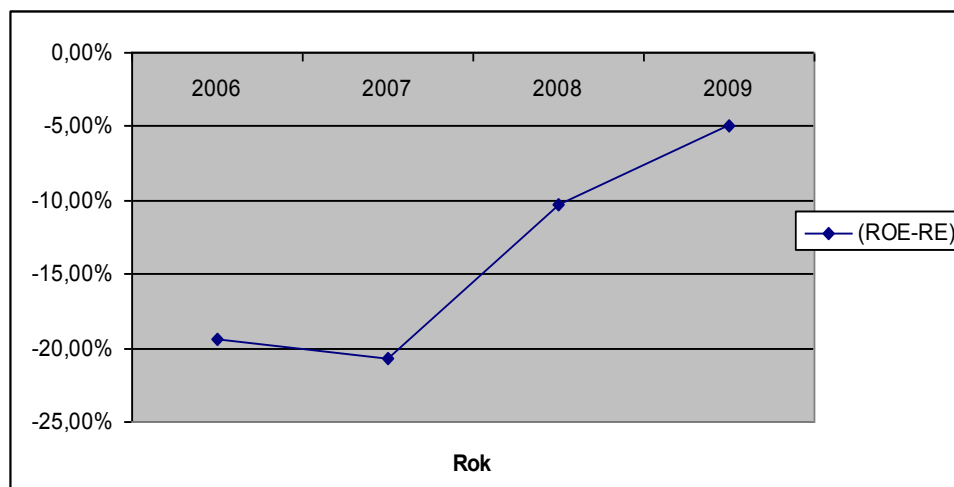
Graf 3.13 Vývoj hodnoty ukazatele EVA-Equity v letech 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

Pokud jde o ukazatel EVA-Equity, je velmi často sledován vývoj jeho spreadu. Následující graf znázorňuje vývoj spreadu v letech 2006 až 2009.

*Graf 3.14 Vývoj spreadu ukazatele EVA v jednotlivých letech*



Zdroj: Vlastní výpočty

Hodnoty spreadu byly v letech 2006 až 2009 záporné. V roce 2007 došlo k poklesu spreadu na -20,65 %, ale v následujících letech jeho hodnota vzrostla. V roce 2009 už činil jen -4,93 %. Pokud by pokračoval tento vývoj, mohla by hodnota spreadu EVA-Equity dosáhnout v následujících letech kladných hodnot.

#### **4.5 Pyramidový rozklad ukazatele EVA**

V této kapitole je realizován pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity za každý jednotlivý rok s následnou analýzou odchylek pomocí funkcionální metody, jelikož hodnota EVA-Equity byla ve všech sledovaných obdobích záporná. Pyramidový rozklad pro jednotlivá období je zobrazen v Příloze č. 11 až 13. V níže zobrazených tabulkách je zachycena hodnota EVA-Equity a dílčích ukazatelů v jednotlivých letech sledovaného období, kde  $N_{\text{finan}}$  představují finanční náklady,  $N_{\text{prov}}$  jsou provozní náklady a  $N_{\text{úroky}}$  jsou úroky placené z bankovního úvěru.

Ukazatel EVA-Equity měl ve všech sledovaných obdobích zápornou hodnotou, ale z Grafu 3.13 je patrné, že dochází k pozvolnému zvyšování jeho hodnoty. EVA-Equity v roce 2006 činila -5 755,45 tis. Kč, v následujícím roce její výše ještě klesla na -6 180,71 tis. Kč. Pro objasnění příčin tohoto vývoje byla provedena analýza pomocí funkcionální metody, jejíž hodnoty jsou zobrazeny v Tab. 3.28.

Tab. 3.28 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně EVA v letech 2007/2006

Ukazatel	Období 2007/2006			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EVA	7,39%	-425,27	-	-
(ROE- $R_E$ )	6,33%	-366,35	86,15%	1.
VK	0,99%	-58,91	13,85%	2.
VK	0,99%	-58,91	13,85%	14.
$R_F$	13,53%	-151,87	35,71%	16.
$R_{LA}$	0,00%	0,00	0,00%	-
$R_{podnikatelské}$	71,71%	-766,45	180,23%	17.
$R_{finstab}$	7,20%	-72,22	16,98%	15.
$R_{finstr}$	-13,66%	121,60	-28,59%	2.
EAT/EBIT	-193,55%	506,37	-119,07%	1.
A/VK	-1,35%	-0,12	0,03%	10.
V	10,49%	-0,94	0,22%	11.
DA	-0,67%	0,010	-0,0023%	5.
Zásoby	-1,16%	0,0031	-0,0007%	6.
DL. pohledávky	5,60%	-0,0006	0,0001%	7.
Pohledávky	4,63%	-0,0392	0,009%	8.
KFM	74,50%	-0,07	0,015%	9.
Ostatní A	-33,70%	0,10	-0,024%	4.
Nprov/V	-0,07%	-2,29	0,54%	12.
Nfinan/V	58,09%	3,84	-0,90%	3.
Núroky/V	132,94%	-4,28	1,01%	13.

Zdroj: Vlastní výpočty

V prvním stupni rozkladu je patrné, že největší vliv na negativním vývoji ukazatele EVA-Equity měl spread (86,15 %), čili rozdíl mezi ROE a náklady vlastního kapitálu, a výše ukazatele EVA-Equity se snížila o 425,27 tis. Kč. Mezi dílčí ukazatele, které se podílely nejvíce na negativní změně EVA-Equity, lze zařadit  $R_{podnikatelské}$  (180,23 %),  $R_{finstab}$  (16,98 %) a bezrizikovou úrokovou sazbu (35,71 %). Podstatou rizikové přírážky  $R_{podnikatelské}$  jsou úplatné zdroje podniku, které sice v roce 2007 klesly, ale zvýšily se placené úroky, které byly nejvyšší za celé sledované období.  $R_{finstab}$  je konstruováno na bázi běžné likvidity podniku, která se porovnává s likviditou odvětví. V roce 2008 se zvýšila běžná likvidita podniku XY i odvětví, ale běžná likvidita odvětví vzrostla výrazněji než běžná likvidita firmy XY. Skutečnost, že se  $R_{podnikatelské}$  a  $R_{finstab}$  řadí mezi složky nákladů vlastního kapitálu, negativně ovlivňuje výši spreadu a následně hodnotu EVA-Equity. Zvýšení bezrizikové úrokové sazby také navyšuje náklady vlastního kapitálu, což negativně ovlivňuje ukazatel EVA-Equity. Negativní vliv na EVA-Equity měl také nárůst vlastního kapitálu, který se podílel na snížení EVA-Equity 13,85 %. V případě, že by se zvýšila pouze záporná hodnota spreadu a objem vlastního kapitálu by zůstal stejný, nemuselo by dojít k tak výraznému poklesu EVA-Equity.

Z rizikových přírážek měla pouze riziková přírážka  $R_{finstr}$  pozitivní vliv na absolutní změnu EVA-Equity a to 121,60 tis. Kč, jelikož se snížil objem cizích zdrojů. Největší pozitivní vliv na absolutní změnu EVA-Equity měl ukazatel EAT/EBIT (506,37 tis. Kč), jelikož v roce 2007 firma XY dosáhla zisku oproti předchozímu roku, kdy byl podnik XY ztrátový. Kladný výsledek hospodaření v roce 2007 příliš nenavýšil hodnotu ROE, jelikož vzrostl objem vlastního kapitálu, který pozitivní vliv tohoto efektu oslabil. Bohužel díky tomu nárůst ROE nevyvážil zvýšení  $R_E$ . Je očividné, že největší nepříznivý vývoj na podílu na absolutní změně EVA-Equity měly náklady vlastního kapitálu. Společnost XY financovala většinu svých investičních aktivit pomocí vlastních zdrojů a tato analýza potvrdila fakt, že vlastní kapitál patří mezi nejdražší zdroje financování. Vliv zbylých dílčích ukazatelů nebyl příliš patrný, jelikož jejich podíl na absolutní změně EVA-Equity nedosahoval víc jak 1 %.

Ukazatel EVA-Equity byl záporný také v roce 2008, ale oproti roku 2007 došlo k jeho rapidnímu nárůstu a to o 2 970,56 tis. Kč. EVA-Equity v roce 2008 již činila -3 210,15 tis. Kč. Následující tabulka znázorňuje vlivy a podíly dílčích ukazatelů na absolutní hodnotě EVA ve sledovaném období.

Tab. 3.29 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně EVA v letech 2008/2007

Ukazatel	Období 2008/2007			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EVA	-48,06%	2 970,56	-	-
(ROE- $R_E$ )	-50,45%	3 193,41	107,50%	1.
VK	4,82%	-222,85	-7,50%	2.
VK	4,82%	-222,85	-7,50%	16.
$R_F$	6,31%	-82,75	-2,79%	11.
$R_{LA}$	0,00%	0,00	0,00%	-
$R_{podnikatelské}$	-99,78%	1 884,69	63,45%	1.
$R_{finstab}$	10,60%	-117,37	-3,95%	14.
$R_{finstr}$	-50,46%	399,14	13,44%	3.
EAT/EBIT	32,71%	228,25	7,68%	6.
A/VK	-10,62%	-94,67	-3,19%	13.
V	1,64%	-410,26	-13,81%	17.
DA	-0,26%	9,47	0,32%	9.
Zásoby	-20,46%	136,94	4,61%	7.
Dl. pohledávky	-17,96%	5,02	0,17%	10.
Pohledávky	-11,02%	247,87	8,34%	4.
KFM	41,14%	-160,34	-5,40%	15.
Ostatní A	-45,82%	236,45	7,96%	5.
Nprov/V	-0,75%	925,92	31,17%	2.
Nfinan/V	-21,29%	78,64	2,65%	8.
Núroky/V	-35,25%	-93,6	-3,15%	12.

Zdroj: Vlastní výpočty



I v tomto období největší podíl na absolutní změně EVA-Equity měl spread, tedy rozdíl mezi ROE a náklady vlastního kapitálu, které byly znovu vyšší než ROE. Spread měl opět zápornou hodnotu, ale lze u něj zpozorovat obdobný vývoj jako u ukazatele EVA-Equity. Došlo tedy ke snížení záporné hodnoty EVA-Equity, kterou způsobil pokles rizikové přírážky  $R_{\text{podnikatelské}}$  o 99,78 % a která se podílela 63,45 % na absolutní změně vrcholového ukazatele.  $R_{\text{finstr}}$  mělo pozitivní podíl na absolutní změně EVA-Equity (13,44 %), jelikož se snížil objem cizích zdrojů. Rentabilita provozních nákladů se podílela na změně ukazatele EVA-Equity 31,17 %. Rentabilita provozních nákladů klesla oproti roku 2007 o 0,75 %, neboť objem výnosů rostl mnohem rychleji než hodnota provozních nákladů. Zvýšila se hodnota ukazatele EAT/EBIT (32,71%) a jeho podíl na změně vrcholového ukazatele představoval 7,68 %. Výše dlouhodobých a krátkodobých pohledávek, zásob a ostatních aktiv poklesla, jejich účast na celkové změně EVA-Equity byla kladná, jelikož pokles hodnoty aktiv zvyšuje ROA.

Celkové výnosy se zvýšily o 1,64 % oproti roku 2007 a tím se podílely na změně ukazatele EVA-Equity -13,81 %, . K nárůstu výnosů došlo, jelikož začaly být ziskové nově zprovozněné jídelny určené pro závodní stravování, a došlo k rozšíření sortimentu zákazníků z oblasti nevýrobního sektoru. Negativně ovlivnil zvýšení EVA-Equity také krátkodobý finanční majetek (-5,40 %). Snížení hodnoty finanční páky o 10,62 % představovalo -3,19 % podíl na změně EVA-Equity. K poklesu finanční páky přispělo snížení hodnoty celkových aktiv a zvýšení objemu vlastního kapitálu. Bezriziková sazba vzrostla o 6,31 % a negativně ovlivnila výši EVA-Equity. Kromě bezrizikové sazby se zvýšila hodnota rizikové přírážky  $R_{\text{finstab}}$  (10,6 %), která je určena na bázi běžné likvidity podniku XY. Běžná likvidita podniku XY se snížila, jelikož snížení objemu oběžných aktiv bylo vyšší než pokles hodnoty krátkodobých závazků. Nárůst bezrizikové sazby a  $R_{\text{finstab}}$  nezvýšil náklady vlastního kapitálu, jelikož pozitivní efekt v podobě poklesu  $R_{\text{podnikatelské}}$  byl příčinou celkového snížení  $R_E$ . Je také patrné, že se zvýšila hodnota vlastního kapitálu (4,82 %) a tedy vzrostl podíl vlastního kapitálu na aktivech, jelikož navíc došlo ke snížení objemu aktiv. Nárůst hodnoty vlastního kapitálu způsobil především navýšení nerozděleného zisku minulých let a zisku běžného účetního období. Nárůst vlastního kapitálu měl negativní dopad na absolutní změnu ukazatele EVA-Equity, která činila -222,85 tis. Kč.

K dalšímu snížení záporné hodnoty ukazatele EVA-Equity došlo v roce 2009. Hodnota ukazatele se snížila o 1 492,33 tis. Kč, ale tato změna nebyla tak výrazná jako v roce 2008. V roce 2009 EVA-Equity činila -1 717,82 tis. Kč. Pozitivně se na této situaci odrazila hodnota spreadu, neboť se zmenšil rozdíl mezi ukazatelem ROE a náklady vlastního kapitálu. Hodnota

ROE výrazně vzrostla vzhledem k předchozím obdobím a rovněž mírně vzrostly náklady vlastního kapitálu. Pro přesnější znázornění změn ve vývoji EVA-Equity byla provedena analýza odchylek dílčích ukazatelů, které jsou vyčísleny v následující tabulce.

Tab. 3.30 Vliv ukazatelů a jejich podíl na absolutní změně EVA v letech 2009/2008

Ukazatel	Období 2009/2008			Pořadí
	relativní $\Delta$ ukazatele	vliv absolutní $\Delta$	podíl na absolutní $\Delta$	
EVA	-46,49%	1 492,33	-	-
(ROE- $R_E$ )	-51,82%	1 755,80	117,65%	1.
VK	11,08%	-263,47	-17,65%	2.
VK	11,08%	-263,47	-17,65%	16.
$R_F$	2,64%	-39,73	-2,66%	12.
$R_{LA}$	0,00%	0,00	0,00%	-
$R_{podnikatelské}$	-100,00%	4,43	0,30%	7.
$R_{finstab}$	17,36%	-229,64	-15,39%	15.
$R_{finstr}$	-57,41%	243,00	16,28%	3.
EAT/EBIT	25,56%	535,47	35,88%	2.
A/VK	-8,03%	-200,71	-13,45%	14.
V	-7,94%	-271,35	-18,18%	17.
DA	2,75%	13,60	0,91%	6.
Zásoby	-2,42%	-1,73	-0,12%	9.
Dl. pohledávky	-51,24%	-1,58	-0,11%	8.
Pohledávky	-3,74%	-10,05	-0,67%	10.
KFM	60,75%	44,95	3,01%	5.
Ostatní A	-65,59%	-24,67	-1,65%	11.
$N_{prov}/V$	-1,10%	1 669,74	111,89%	1.
$N_{finan}/V$	-37,19%	134,80	9,03%	4.
Núroky/V	-51,65%	-110,74	-7,42%	13.

Zdroj: Vlastní výpočty

Dílčím ukazatelem, který měl největší vliv na absolutní změnu EVA-Equity, byla rentabilita provozních nákladů, která se podílela na absolutní změně EVA-Equity 111,89 %, i když se v roce 2009 snížila rentabilita provozních nákladů pouze o 1,10 %. Rentabilita provozních nákladů vzrostla, protože objem provozních nákladů klesl výrazněji než objem výnosů. Dále došlo k poklesu hodnoty finančních nákladů, protože se výrazně snížily úroky z úvěru. Díky této skutečnosti se snížila rentabilita finančních nákladů (-37,19 %), což pozitivně ovlivnilo absolutní změnu ROE. Ukazatel EAT/EBIT se zvýšil o 25,56 %, jelikož hodnota čistého zisku vzrostla výrazněji než hodnota EBITu, a účast ukazatele EAT/EBIT na absolutní změně EVA-Equity činila 35,88 %. Krátkodobý finanční majetek také ovlivnil pozitivně výši EVA-Equity, jelikož se podílel na jeho změně 3,01 %, a to protože vzrostl objem krátkodobého finančního majetku o 60,75 % oproti roku 2008.

Podíl celkových výnosů na absolutní změně ukazatele EVA-Equity činil -18,18 %, jelikož v roce 2009 klesl celkový objem výnosů o 7,94 % z důvodu celosvětové recese. I přes tento nepříznivý fakt realizovala společnost XY v roce 2009 zisk. Negativní účast na absolutní změně EVA-Equity měl také vlastní kapitál (-17,65 %), jelikož se v daném období zvýšila jeho hodnota o 11,08 %. Příčinou navýšení vlastního kapitálu byl nerozdělený zisk minulých let a vysoký zisk běžného účetního období. S hodnotou vlastního kapitálu je spjatý ukazatel finanční páky, který v roce 2009 klesl o 8,03 %, jelikož nárůst objemu celkových aktiv bylo vyšší než nárůst hodnoty vlastního kapitálu. Pokles ukazatele finanční páky se podílel na snížení ukazatele EVA-Equity o 200,71 tis. Kč.

Jedinými složkami nákladů vlastního kapitálu, které se výrazněji podílely na absolutní změně EVA-Equity v roce 2009, byly riziková přírážka  $R_{finstab}$ , která vzrostla o 17,36 %, a  $R_{finstr}$ , která klesla o 57,41 %. Podíl zbývajících dílčích ukazatelů na absolutní změnu ukazatele EVA-Equity byl nízký, a proto tyto položky nijak výrazněji nezasáhly do vývoje hodnoty EVA-Equity.

#### 4.6 Srovnání ukazatele EVA-Entity a EVA-Equity

Zásadní rozdíl mezi těmito ukazateli spočívá ve výpočtu ekonomické přidané hodnoty. Výše EVA-Entity se zjišťuje prostřednictvím transformace účetních dat na data tržní. V případě ukazatele EVA-Equity se jeho výše zjišťuje z účetních dat. V Tab. 3.31 jsou porovnávány hodnoty jednotlivých ukazatelů v průběhu sledovaného období.

Tab. 3.31 Srovnání hodnot ukazatele EVA-Entity a EVA-Equity v letech 2006 až 2009

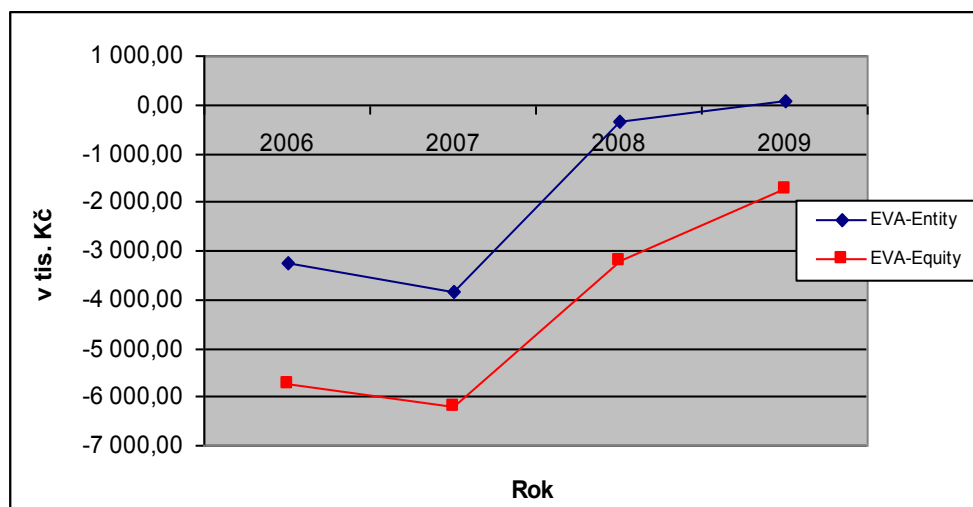
Položka (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
EVA-Entity	-3 248,42	-3 829,52	-348,22	89,11
EVA-Equity	-5 755,45	-6 180,71	-3 210,15	-1 717,82

Zdroj: Vlastní výpočty

Z Tab. 3.31 je patrné, že oba ukazatele mají zápornou hodnotu v prvních třech letech analyzovaného období. V letech 2006 až 2008 se jejich hodnoty vyvíjely obdobně. Podstatný rozdíl byl zaznamenán v roce 2008, kdy hodnota EVA-Entity rapidně vzrostla. EVA-Entity činila -348,22 tis. Kč na rozdíl od EVA-Equity, jejíž hodnota byla vyčíslena na -3 210,15 tis. Kč, jelikož její vývoj byl pozvolný. V následujícím roce se hodnoty obou ukazatelů lišily ještě mnohem více. V případě ukazatele EVA-Entity došlo k dalšímu významnému nárůstu jeho hodnoty. Ukazatel EVA-Equity zaznamenal také nárůst v roce 2009, ale jeho hodnota činila -1 717,82 tis. Kč oproti hodnotě EVA-Entity, která byla kladná, a činila 89,11 tis. Kč. Pro lepší

orientaci je níže znázorněn graf, který zachycuje hodnoty obou ukazatelů v jednotlivých letech.

*Graf. 3.15 Srovnání hodnot EVA-Entity a EVA-Equity v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

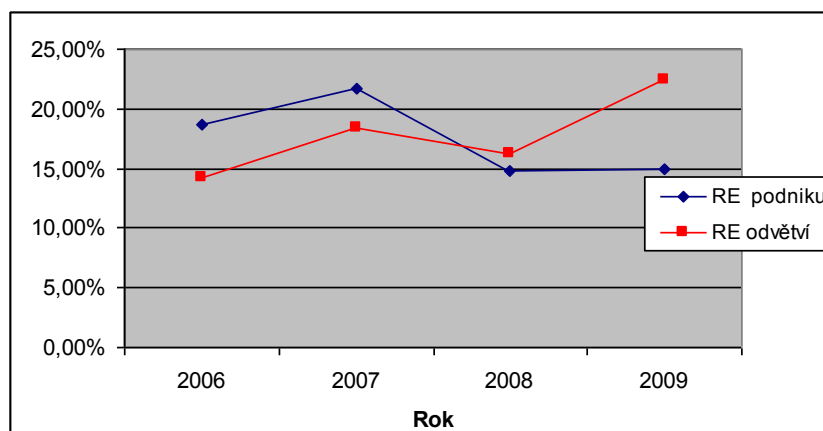
EVA-Entity vychází z tržních dat, a proto by její hodnoty měly být přesnější než hodnoty ukazatele EVA-Equity, který může být zkreslen některými účetními postupy.

#### **4.7 Komparace s odvětvím**

Je dobré porovnat vypočítaná data s hodnotami odvětví, do kterého daný podnik podle CZ-NACE spadá, aby provedené hodnocení finanční výkonnosti podniku bylo kompletní. Analyzovaný podnik XY lze zařadit do odvětví „Ubytování a stravování“, jelikož kromě závodních jídelen společnost XY vlastní hotel, byť se tyto výnosy na celkových výnosech podniku XY podílejí jen okrajově. V této kapitole je provedeno srovnání hodnoty nákladů vlastního kapitálu, ROE a také ukazatele EVA-Equity podniku XY s odvětvím.

Náklady vlastního kapitálu firmy XY vzrostly v roce 2007, kdy činily 21,64 %, a v následujícím roce měly klesající trend. V roce 2009 činily pouze 14,90 %, ale nejnižší hodnota  $R_E$  podniku XY byla zjištěna v roce 2008 a to 14,86 %.  $R_E$  zjištěné v rámci odvětví měly stejný vývojový trend jako  $R_E$  podniku XY, akorát v roce 2009 vzrostly  $R_E$  odvětví mnohem výrazněji, než tomu bylo u  $R_E$  firmy XY. V roce 2008 došlo v odvětví k méně výraznému poklesu těchto nákladů než u společnosti XY a to na 16,19 %. V následujícím období se tyto náklady rapidně zvýšily na 22,46 %. Vývoj nákladů vlastního kapitálu podniku XY byl nejvíce ovlivněn rizikovou přírážkou  $R_{\text{podnikatelské}}$  a  $R_{\text{finstr.}}$ . Hodnoty nákladů vlastního kapitálu společnosti XY a odvětví zobrazuje následující graf.

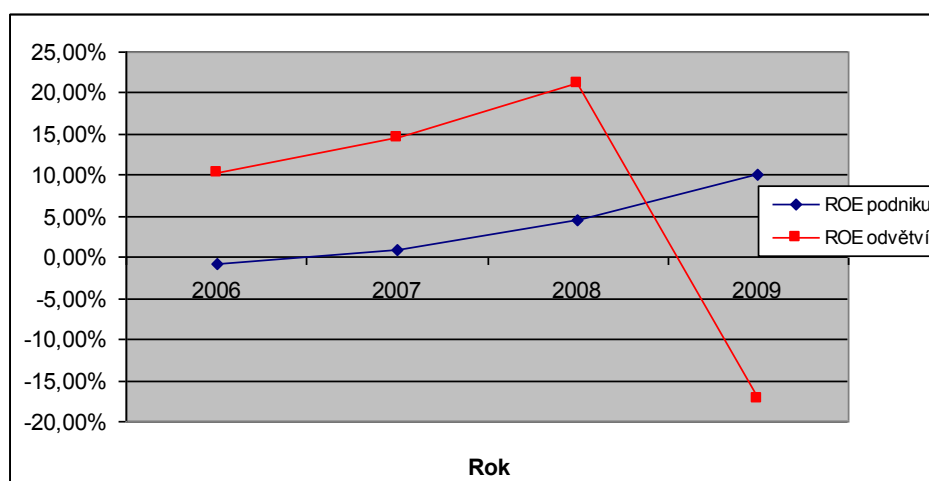
Graf 3.16 Srovnání  $R_E$  podniku XY s odvětvím v letech 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

Společnost XY v roce 2006 generovala záporný výsledek hospodaření, a proto ukazatel ROE měl zápornou hodnotu (-0,71 %). V následujících letech došlo k výraznému nárůstu jeho hodnoty, kdy v roce 2009 bylo ROE podniku XY ve výši 9,97 %. V rámci odvětví ukazatel ROE rostl do roku 2008, kdy jeho výše činila 21,10 %. Hodnota ROE zjištěná v rámci odvětví značně převyšovala hodnotu ROE podniku XY a to v letech 2006 až 2008. V roce 2009 došlo k prudkému poklesu výše ROE odvětví. Hodnota ROE odvětví byla tedy záporná (-17,16 %), jelikož ji negativně ovlivnila ekonomická recese. Lidé začali více šetřit a omezili svou spotřebu, tedy méně navštěvovali stravovací a ubytovací zařízení. Vývoj ROE podniku XY a odvětví je zobrazen v následujícím grafu.

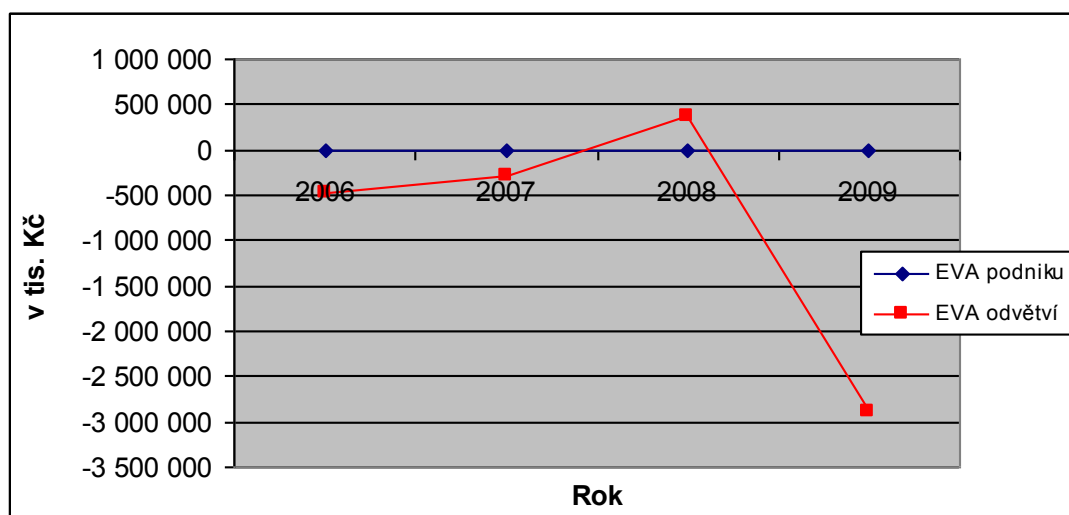
Graf 3.17 Porovnání ukazatele ROE s odvětvím v roce 2006 až 2009



Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.18 zachycuje vývojové tendence ekonomické přidané hodnoty podniku XY ve srovnání s odvětvím v jednotlivých letech analyzovaného období. Hodnota EVA odvětví byla zjištěna z finanční analýzy podnikové sféry, kterou vypracovalo Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, a jedná se zde tedy o ukazatel EVA-Equity. V případě EVA-Equity podniku XY lze nalézt určité rostoucí tendence, kdy dochází k postupnému snižování jeho záporné hodnoty. EVA-Equity odvětví měla obdobný vývojový trend jako EVA-Equity podniku XY v letech 2006 až 2008, i když to není z grafu příliš patrné. U obou ukazatelů došlo k nárůstu jejich hodnoty, ale EVA-Equity odvětví se zvyšovala mnohem rychleji než EVA-Equity podniku XY. EVA-Equity odvětví ještě v roce 2008 dosáhla kladných hodnot a to 365 165 tis. Kč, ale následující rok byl ve znamení dramatického poklesu EVA-Equity odvětví, kdy jeho hodnota činila -2 896 569 tis. Kč, oproti hodnotě EVA-Equity společnosti XY, která byla vyčíslena na -1 718 tis. Kč.

*Graf 3.18 Srovnání hodnot EVA podniku XY a EVA odvětví v letech 2006 až 2009*



Zdroj: Vlastní výpočty

## Závěr

Cílem diplomové práce bylo posoudit finanční výkonnost společnosti XY, jež se zabývá závodním stravováním, dále také provozuje restaurační zařízení a hotel. V posledních letech se firma XY začala specializovat na balená hotová jídla.

Hodnocení finanční výkonnosti bylo provedeno pomocí vybraných tradičních ukazatelů a s použitím ekonomické přidané hodnoty zjištěné dvěma způsoby a to na bázi provozního zisku a také na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Kromě toho byly některé zjištěné veličiny porovnány s hodnotami odvětví. Hodnocení výkonnosti společnosti XY bylo provedeno za období 2006 až 2009.

Posouzení finanční výkonnosti je důležité obzvláště pro investory a vlastníky, kteří usilují o to, aby docházelo k co největšímu zhodnocení jejich vložených prostředků. Navíc takto zjištěné výsledky pomáhají zvyšovat konkurenceschopnost podniků, což je v posledních letech velmi důležité. Se vstupem České republiky do Evropské unie a vývojem hospodářské situace ve světě je nezbytné, aby firmy dokázaly rychle reagovat na měnící se ekonomické prostředí.

Na začátku praktické části byla provedena vertikální a horizontální analýza aktiv, pasiv a rovněž výkazu zisku a ztráty. Hodnota aktiv a pasiv v letech 2006 až 2008 klesla, ale v následujícím roce vzrostla. Dále bylo zjištěno, že největší podíl na celkových aktivech má dlouhodobý hmotný majetek, u kterého nedošlo k příliš výrazným změnám. Výraznějším způsobem rostl objem vlastních zdrojů, které v letech 2008 až 2009 vzrostly téměř o 5 % kvůli nárůstu objemu zisku běžného účetního období. Náklady a výnosy vzrostly v roce 2008 a v dalším roce byl zaznamenán jejich pokles. Navzdory těmto skutečnostem byl nejvyšší zjištěný výsledek hospodaření v roce 2009, kdy byly výnosy i náklady nejnižší za celé sledované období.

Mezi tradiční ukazatele, které byly použity, patří jednotlivé typy zisků a ukazatele rentability. Jednotlivé druhy zisku ve sledovaném období většinou vzrostly, jedinou výjimkou je EBT, který v roce 2008 klesl, a to kvůli vysokým placeným úrokům z úvěru. Tempo růstu ukazatelů rentability bylo v letech 2006 až 2007 pozvolné, ale v následujících dvou letech došlo k významnějšímu nárůstu hodnot těchto ukazatelů. Dále bylo zjištěno, že ukazatel ROE odvětví dosahoval mnohem vyšších hodnot než ROE společnosti XY, ale v roce 2009 došlo k rapidnímu poklesu výše ROE odvětví. Dílčím ukazatelem, který měl pozitivní vliv na ROE společnosti XY po celé sledované období, byl ukazatel rentability nákladů. Hodnota tohoto ukazatele se v průběhu analyzovaného období zvyšovala, jelikož náklady měly klesající trend,

kteřý způsobil pokles objemu úroků z úvěru. Naopak negativní vliv na ROE firmy XY měla dlouhodobá zadluženost, která v průběhu sledovaného období klesala. Snížení dlouhodobé zadluženosti bylo kompenzováno nárůstem vlastního kapitálu, který negativně ovlivnil hodnotu majetkového koeficientu a následně výši ROE.

Ekonomická přidaná hodnota zjištěna pomocí metod uvedených výše v textu byla v prvních třech letech sledovaného období u obou metod záporná, čili podnik XY nevytvořil hodnotu pro vlastníky v letech 2006 až 2008. V roce 2009 byla zjištěna kladná hodnota ukazatele EVA-Entity, zatím co hodnota EVA-Equity zůstala záporná. V letech 2006 až 2009 lze zpozorovat stejný vývoj u ukazatelů EVA-Entity a EVA-Equity. V roce 2009 ukazatel EVA-Equity vzrostl, ale ne tak výrazně jako EVA-Entity, který dosáhl kladných hodnot, a činil 89,11 tis. Kč. Vývojový trend EVA-Equity je ovlivňován spreadem a celkovým objemem vlastního kapitálu, který neustále narůstal, a negativně působil na výši EVA-Equity. Od roku 2007 byly meziroční přírůstky EVA-Equity kladné a tím se snížila její záporná hodnota. Pozitivně na vývoj EVA-Equity měla rentabilita provozních i finančních nákladů, která se zvyšovala. Pokles objemu nákladů v roce 2009, který byl mnohem výraznější než snížení tržeb, a proto firmy XY dosáhla nejvyššího čistého zisku v průběhu analyzovaného období. EVA-Entity se odvíjela od výše čistých operačních aktiv a WACC. Hodnota NOA v průběhu celého sledovaného období klesala, jelikož je negativně ovlivnil vývoj cizích neúročených zdrojů, a výsledkem těchto změn byl nárůst hodnoty EVA-Entity v letech 2007 až 2009. Náklady kapitálu také významně působily na výši EVA-Entity, kdy v roce 2007 byly hlavní příčinou jeho poklesu.

Hodnota EVA-Entity se odvíjí od hodnoty WACC a EVA-Equity od výše nákladů vlastního kapitálu. Vliv těchto nákladů je znatelný jak na EVA-Equity, tak na EVA-Entity. Největší část  $R_E$  a posléze WACC tvořila převážně riziková přírážka  $R_{LA}$ , která je po celou dobu 5 %. Výše této rizikové přírážky se odvíjí od hodnoty úplatných zdrojů. U malých a středních podniků se upouští od emitování obligací, jelikož je to pro ně značně nákladné, a také tyto společnosti mají omezený přístup k výši úvěru, která se odvíjí od celkového objemu jejich majetku. Díky těmto předpokladům lze konstatovat, že dochází k určitému znevýhodnění malých a středních podniků při výpočtu této přírážky. Analyzovaný podnik XY dosáhl ve sledovaném období maximální hodnoty této rizikové přírážky, jelikož se řadí mezi střední firmy. Další rizikovou přírážkou, která měla značný vliv na hodnotu  $R_E$ , je riziková přírážka  $R_{finstab}$ . Tato přírážka narůstala každým rokem, jelikož běžná likvidita podniku XY byla nižší než likvidita odvětví. Riziková přírážka  $R_{podnikatelské}$  ovlivnila negativně hodnotu WACC v roce 2007, jelikož hodnota ROA byla viditelně nižší než hodnota ukazatele  $X_1$ .



Jedinou rizikovou přírážkou, která snižovala negativní vliv zbylých rizikových přírážek, bylo  $R_{finstr}$ , jelikož jeho hodnota v letech 2006 až 2009 klesala, a tedy nenavyšovala hodnotu  $R_E$ .

Negativní vliv na budoucí vývoj podniku XY i ukazatele EVA může mít skladba jeho klientů, jelikož společnost XY zaměřuje svou podnikatelskou činnost především na firmy v oblasti strojího a slévárenského průmyslu, které jsou velmi náchylné na změny ve vývoji celosvětové ekonomiky. S nedávnou celosvětovou ekonomickou krizí se podnik XY přesvědčil, že orientovat se pouze na tuto klientelu je neefektivní. Tato recese způsobila omezení výroby v průmyslových podnicích, které byly nuceny propustit část svých zaměstnanců. Tato skutečnost se negativně projevila na výnosech z hlavní podnikatelské činnosti, kterou je závodní stravování, jelikož je ziskovost společnosti XY závislá na počtu zaměstnanců ve strojího a slévárenském průmyslu. S modernizací provozů firmy XY se zvýšila efektivita práce, protože společnost XY zavedla bezhotovostní platební systém a optimalizovala dobu výdeje jídel, která je v souladu s přestávkami v jednotlivých průmyslových podnicích. Zvýšil se také objem prodeje rychle zchlazovaných hotových jídel, jelikož byly automaty na tyto jídla instalovány i v nevýrobních podnicích. Podnik XY by měl zaměřit svou činnost na posílení prodeje takto zhotovovaných jídel, jelikož lze takto snížit náklady na prodej výrobků. Dále by měla firma XY více diversifikovat portfolio svých klientů, aby nedocházelo k výrazným výkyvům v objemu tržeb.

Společnost XY v letech 2006 až 2008 měla zápornou hodnotu ukazatele EVA-Equity i EVA-Entity, což bylo výsledkem nedostatečně efektivního hospodaření. Nebyla tedy vytvořena hodnota pro vlastníky v podobě ekonomického zisku. Až v roce 2009 byla zjištěna kladná hodnota EVA-Entity. Oproti tomu EVA-Equity byla stále záporná, i když došlo k rapidnímu poklesu této hodnoty díky rostoucímu trendu, který představují kladné přírůstky tohoto ukazatele, a proto lze příznivě hodnotit tento vývoj. Díky pozvolnému ožívání ekonomické situace lze očekávat, že v budoucnu může tento trend narůstat, pokud ovšem budou zachovány určité zaměstnanecké výhody v podobě příspěvku na stravu. Lze tedy očekávat, že v příštích letech dosáhne podnik XY i kladné hodnoty ukazatele EVA-Equity.

## Seznam použité literatury

### Publikace:

- [1] BLAHA, Z., S.; JINDŘICHOVSKÁ, I. *Jak posoudit finanční zdraví firmy*. 3. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2006. 194s. ISBN 80-7261-145-3.
- [2] DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
- [3] GRÜNWARD, R.; HOLEČKOVÁ, J. *Finanční analýza a plánování podniku*. 1. vydání. Praha: Ekopress, 2007. 318 s. ISBN 978-80-86929-26-2.
- [4] KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 2. přepracované a doplněné vydání. Praha: C. H. Beck, 2007. 746 s. ISBN 978-80-7178-903-0.
- [5] MAŘÍK, M.; MAŘÍKOVÁ, P. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [6] NEUMAIEROVÁ, Inka; NEUMAIER, Ivan. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [7] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2009. 331 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [8] RŮČKOVÁ, P. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3. rozš. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2010. 139 s. ISBN 978-80-247-3308-1.
- [9] ZMEŠKAL, Z. a kolektiv. *Finanční modely*. 2. vydání. Praha: Ekopress, s.r.o., 2004. 236 s. ISBN 80-86119-97-4.

### Internetové zdroje:

- [10] [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)

### Interní zdroje:

- [11] Výkazy společnosti XY za rok 2006 až 2009

## Seznam zkratek

A	aktiva
APM	arbitrážní model
BU	bankovní úvěry
C	kapitál
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CFROI	cash flow return on investment
CK	cizí kapitál
CROGA	cash return on gross assets
ČPK	čistý pracovní kapitál
D	cizí kapitál
DA	dlouhodobá aktiva
DCF	diskontované cash flow
DIV	dividendy
DZ	dlouhodobé závazky
E	vlastní kapitál
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před úroky a daněmi
EBITDA	zisk před odpisy, úroky a daněmi
EBT	zisk před zdaněním
EPS	čistý zisk na akcii
EVA	ekonomická přidaná hodnota
g	koeficient konstantního růstu
$H_{PL}$	hodnota předmětu leasingu
i	nákladové úroky
$i_L$	implicitní úroková sazba
KBU	krátkodobé bankovní úvěry
KZAV	krátkodobé závazky
$LP_t$	leasingová platba
MVA	tržní přidaná hodnota
N	náklady
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
O	obligace

OBL	obligace
$r_d$	náklady cizího kapitálu
$r_e$	náklady vlastního kapitálu
$r_f$	bezriziková sazba
$r_{finstab}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{finstr}$	riziková přírážka za kapitálovou strukturu
$r_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$r_{podnikatelské}$	riziková přírážka za produkční sílu podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROCE	rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$SU_t$	implicitní splátka úvěru
SVA	shareholder value added
TSR	total shareholder
$t$	sazba daně z příjmů
T	tržby
tis.	tisíc
$U_t$	absolutní úroveň úroku
U	nákladové úroky
UZ	úplatné zdroje
V	výnosy
VK	vlastní kapitál
WACC	náklady na celkový kapitál
$WACC_U$	náklady na celkový kapitál nezadlužené firmy
XL	likvidita průmyslu
$\beta$	systematické tržní riziko

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou (bakalářskou) práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 29. dubna 2011

.....  
jméno a příjmení studenta

Adresa trvalého pobytu studenta:

Řeka 136, 739 55 Řeka

## Seznam příloh

- Příloha č. 1 Rozvahy společnosti XY za období let 2006 až 2009, 2 str.
- Příloha č. 2 Výkaz zisků a ztrát společnosti XY za období let 2006 až 2009, 2 str.
- Příloha č. 3 Horizontální analýza aktiv a pasiv firmy XY v letech 2006 - 2009, 2 str.
- Příloha č. 4 Vertikální analýza aktiv a pasiv firmy XY v letech 2006 – 2009, 2 str.
- Příloha č. 5 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty firmy XY za rok 2006 - 2009, 2 str.
- Příloha č. 6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty firmy XY za rok 2006 - 2009, 2 str.
- Příloha č. 7 Pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí funkcionální metody za období 2007/2006
- Příloha č. 8 Pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí funkcionální metody za období 2008/2007
- Příloha č. 9 Pyramidový rozklad ukazatele ROE pomocí funkcionální metody za období 2009/2008
- Příloha č. 10 Stanovení hodnoty WACC společnosti XY v letech 2006 až 2009, 2 str.
- Příloha č. 11 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2007/2006
- Příloha č. 12 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2008/2007
- Příloha č. 13 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2009/2008

**Příloha č. 1      Rozvaha**

označ.	Rozvaha (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
<b>AKTIVA CELKEM</b>		<b>66 256</b>	<b>66 013</b>	<b>61 847</b>	<b>63 183</b>
<b>A</b>	<b>Pohledávky za upsaný základní kapitál</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B</b>	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>32 478</b>	<b>32 260</b>	<b>32 177</b>	<b>33 063</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>0</b>	<b>2 472</b>	<b>2 131</b>	<b>1 789</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>32 478</b>	<b>29 788</b>	<b>30 046</b>	<b>31 274</b>
B.II.1.	Pozemky	0	0	0	0
B.II.2.	Stavby	19 089	18 259	17 380	21 331
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	12 264	10 449	10 644	9 741
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	334	289	245	202
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	791	791	1 777	0
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>C</b>	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>26 957</b>	<b>29 231</b>	<b>27 220</b>	<b>29 277</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>5 933</b>	<b>5 864</b>	<b>4 664</b>	<b>4 551</b>
C.I.1.	Materiál	1 424	1 509	1 168	1 242
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0	0	0	57
C.I.5.	Zboží	4 509	4 355	3 496	3 252
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0	0
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>232</b>	<b>245</b>	<b>201</b>	<b>98</b>
C.II.1.	Pohlédávky z obchodních vztahů	232	245	201	98
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>18 835</b>	<b>19 707</b>	<b>17 535</b>	<b>16 880</b>
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	16 482	17 695	16 146	15 550
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	97	194	0	0
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	979	419	423	221
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	101	208	0	355
C.III.9.	Jiné pohledávky	1 176	1 191	966	754
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>1 957</b>	<b>3 415</b>	<b>4 820</b>	<b>7 748</b>
C.IV.1.	Peníze	49	87	23	114
C.IV.2.	Účty v bankách	1 908	3 328	4 797	7 634
<b>D.</b>	<b>Ostatní aktiva</b>	<b>6 821</b>	<b>4 522</b>	<b>2 450</b>	<b>843</b>
<b>D.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>6 821</b>	<b>4 522</b>	<b>2 450</b>	<b>843</b>
D.I.1.	Náklady příštích období	6 821	4 522	2 450	843
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	0	0	0	0
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0	0	0
<b>PASIVA CELKEM</b>		<b>66 256</b>	<b>66 013</b>	<b>61 847</b>	<b>63 183</b>
<b>A</b>	<b>Vlastní kapitál</b>	<b>29 632</b>	<b>29 926</b>	<b>31 369</b>	<b>34 844</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>25 800</b>	<b>25 800</b>	<b>25 800</b>	<b>25 800</b>
A.I.1.	Základní kapitál	25 800	25 800	25 800	25 800
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>173</b>	<b>173</b>	<b>188</b>	<b>261</b>
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	173	173	188	261
<b>A.IV.</b>	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	<b>3 868</b>	<b>3 659</b>	<b>3 937</b>	<b>5 308</b>
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	3 868	3 659	3 937	5 308
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta z minulých let	0	0	0	0
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	<b>-209</b>	<b>294</b>	<b>1 444</b>	<b>3 475</b>
<b>B</b>	<b>Cizí zdroje</b>	<b>36 432</b>	<b>35 950</b>	<b>30 386</b>	<b>28 291</b>

<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>5 518</b>	<b>4 496</b>	<b>1 278</b>	<b>1 153</b>
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	4 236	0	0	0
B.II.9.	Jiné závazky	0	3 367	0	0
B.II.10.	Odložený daňový závazek	1 282	1 129	1 278	1 153
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>24 398</b>	<b>26 106</b>	<b>24 927</b>	<b>27 138</b>
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	17 712	19 148	17 029	13 630
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	3 043	3 220	3 735	4 633
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	1 608	1 615	2 045	2 781
B.III.7.	Stát - daňové závazky	1 369	1 320	1 319	2 106
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	4	0	0	0
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	457	572	586	3 778
B.III.11.	Jiné závazky	205	231	213	210
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>6 516</b>	<b>5 348</b>	<b>4 181</b>	<b>0</b>
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	6 516	5 348	4 181	0
B.IV.2.	Bankovní úvěry krátkodobé	0	0	0	0
<b>C</b>	<b>Ostatní pasiva</b>	<b>192</b>	<b>137</b>	<b>92</b>	<b>48</b>
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	<b>192</b>	<b>137</b>	<b>92</b>	<b>48</b>
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0	0	0
C.I.2.	Výnosy příštích období	192	137	92	48



## Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty

označ.	Výkaz zisku a ztráty (v tis. Kč)/Rok	2006	2007	2008	2009
I.	Tržby za prodej zboží	76 608	85 842	83 693	67 257
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	58 176	65 495	64 619	51 869
+	Obchodní marže	18 432	20 347	19 074	15 388
II.	Výkony	119 356	132 076	136 991	135 546
II.1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	115 329	127 631	133 840	131 208
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	57
II.3.	Aktivace	4 027	4 445	3 151	4 281
B.	Výkonová spotřeba	72 772	79 728	80 939	77 692
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	60 926	67 035	69 014	64 581
	Spotřeba materiálu	56 088	61 568	64 075	59 746
	Spotřeba energie	4 838	5 467	4 939	4 835
B.2.	Služby	11 846	12 693	11 925	13 111
+	Přidaná hodnota	65 016	72 695	75 126	73 242
C.	Osobní náklady	61 232	67 971	68 479	65 456
C.1.	Mzdové náklady	44 332	49 513	49 931	48 665
	z toho Ostatní osobní náklady	1 677	1 958	2 305	1 682
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	305	260	240	240
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	16 133	17 767	17 874	16 026
C.4.	Sociální náklady	462	431	434	525
	z toho: Sociální náklady nezahrnované	443	412	360	371
D.	Daně a poplatky	147	127	117	117
E.	Odpisy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	2 950	3 503	3 586	3 792
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	343	269	1 483	456
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	0	0	460	0
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	343	269	1 023	456
F.	Zůstatková cena prodaného dlouh. majetku a materiálu	292	271	1 132	270
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	0	0	444	0
F.2.	Prodaný materiál	292	271	688	270
G.	Změna stavu rezerv a opravných položek v prov. oblasti	-36	-198	190	181
IV.	Ostatní provozní výnosy	2 022	954	569	1 800
H.	Ostatní provozní náklady	2 209	1 452	1 200	1 182
V.	Převod provozních výnosů	0	0	0	0
I.	Převod provozních nákladů	0	0	0	0
*	Provozní výsledek hospodaření	587	792	2 474	4 500
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů	0	0	0	0
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku	0	0	0	0
K.	Náklady z finančního majetku	0	0	0	0

IX.	Výnosy z přeceněných cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
L.	Náklady z přeceněných cenných papírů a derivátů	0	0	0	0
M.	Změna stavu rezerv a opravných položek ve fin. oblasti	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	12	4	5	6
N.	Nákladové úroky	183	471	310	138
XI.	Ostatní finanční výnosy	0	0	0	0
O.	Ostatní finanční náklady	192	184	214	165
XII.	Převod finančních výnosů	0	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	0	0	0	0
*	Finanční výsledek hospodaření	-363	-651	-519	-297
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	433	-153	511	728
Q.1.	- splatná	194	0	362	852
Q.2.	- odložená	239	-153	149	-124
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-209	294	1 444	3 475
XIII.	Mimořádné výnosy	0	0	0	0
R.	Mimořádné náklady	0	0	0	0
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0	0	0	0
S.1.	- splatná	0	0	0	0
S.2.	- odložená	0	0	0	0
**	Mimořádný výsledek hospodaření	0	0	0	0
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0
***	Výsledek hospodaření za účetní období	-209	294	1 444	3 475
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	224	141	1 955	4 203

## Příloha č. 3.

## Horizontální analýza aktiv a pasiv

Označ.	Položka rozvahy (v tis. Kč)/Rok	2007/2006		2008/2007		2009/2008	
		abs. Δ	rel. Δ	abs. Δ	rel. Δ	abs. Δ	rel. Δ
AKTIVA CELKEM		-243	-0,37%	-4 166	-6,31%	1 336	2,11%
A	Pohledávky za ups. zákl. kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B	Dlouhodobý majetek	-218	-0,67%	-83	-0,26%	886	2,68%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek	2 472		-341	-13,79%	-342	-19,12%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	-2 690	-8,28%	258	0,87%	1 228	3,93%
B.II.1.	Pozemky	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.II.2.	Stavby	-830	-4,35%	-879	-4,81%	3 951	18,52%
B.II.3.	Samostatné movité věci a SMV	-1 815	-14,80%	195	1,87%	-903	-9,27%
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	-45	-13,47%	-44	-15,22%	-43	-21,29%
B.II.7.	Nedokončený DHM	0	0,00%	986	124,65%	-1 777	0,00%
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C	Oběžná aktiva	2 274	8,44%	-2 011	-6,88%	2 057	7,03%
C.I.	Zásoby	-69	-1,16%	-1 200	-20,46%	-113	-2,48%
C.I.1.	Materiál	85	5,97%	-341	-22,60%	74	5,96%
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary	0	0,00%	0	0,00%	57	100,00%
C.I.5.	Zboží	-154	-3,42%	-859	-19,72%	-244	-7,50%
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	13	5,60%	-44	-17,96%	-103	-105,10%
C.II.1.	Pohlédávky z obchodních vztahů	13	5,60%	-44	-17,96%	-103	-105,10%
C.III.	Krátkodobé pohledávky	872	4,63%	-2 172	-11,02%	-655	-3,88%
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	1 213	7,36%	-1 549	-8,75%	-596	-3,83%
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	97	100,00%	-194	-100,00%	0	0,00%
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-560	-57,20%	4	0,95%	-202	-91,40%
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	107	105,94%	-208	-100,00%	355	100,00%
C.III.9.	Jiné pohledávky	15	1,28%	-225	-18,89%	-212	-28,12%
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	1 458	74,50%	1 405	41,14%	2 928	37,79%
C.IV.1.	Peníze	38	77,55%	-64	-73,56%	91	79,82%
C.IV.2.	Účty v bankách	1 420	74,42%	1 469	44,14%	2 837	37,16%
D.	Ostatní aktiva	-2 299	-33,70%	-2 072	-45,82%	-1 607	-190,63%
D.I.	Časové rozlišení	-2 299	-33,70%	-2 072	-45,82%	-1 607	-190,63%
D.I.1.	Náklady příštích období	-2 299	-33,70%	-2 072	-45,82%	-1 607	-190,63%
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
D.I.3.	Příjmy příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
PASIVA CELKEM		-243	-0,37%	-4 166	-6,31%	1 336	2,11%
A	Vlastní kapitál	294	0,99%	1 443	4,82%	3 475	9,97%
A.I.	Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A.I.1.	Základní kapitál	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A.II.	Kapitálové fondy	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
A.III.	Rezervní fondy, neděl. fond a OF	0	0,00%	15	8,67%	73	27,97%
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0	0,00%	15	8,67%	73	27,97%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	-209	-5,40%	278	7,60%	1 371	25,83%
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	-209	-5,40%	278	7,60%	1 371	25,83%
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta z minulých let	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%

<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účet. ob.</b>	503	-240,67%	1 150	391,16%	2 031	58,45%
<b>B</b>	<b>Cizí zdroje</b>	-482	-1,32%	-5 564	-15,48%	-2 095	-7,41%
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	-1 022	-18,52%	-3 218	-71,57%	-125	-10,84%
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	-4 236	-100,00%	0	0,00%	0	0,00%
B.II.9.	Jiné závazky	3 367		-3 367	-100,00%	0	0,00%
B.II.10.	Odložený daňový závazek	-153	-11,93%	149	13,20%	-125	-10,84%
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	1 708	7,00%	-1 179	-4,52%	2 211	8,15%
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	1 436	8,11%	-2 119	-11,07%	-3 399	-24,94%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	177	5,82%	515	15,99%	898	19,38%
B.III.6.	Závazky ze sociál. zab. a zdrav. poj.	7	0,44%	430	26,63%	736	26,47%
B.III.7.	Stát - daňové závazky	-49	-3,58%	-1	-0,08%	787	37,37%
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-4	-100,00%	0	0,00%	0	
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	115	25,16%	14	2,45%	3 192	84,49%
B.III.11.	Jiné závazky	26	12,68%	-18	-7,79%	-3	-1,43%
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	-1 168	-17,93%	-1 167	-21,82%	-4 181	
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	-1 168	-17,93%	-1 167	-21,82%	-4 181	
B.IV.2.	Bankovní úvěry krátkodobé	0		0		0	
<b>C</b>	<b>Ostatní pasiva</b>	-55	-28,65%	-45	-32,85%	-44	-91,67%
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	-55	-28,65%	-45	-32,85%	-44	-91,67%
C.I.1.	Výdaje příštích období	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
C.I.2.	Výnosy příštích období	-55	-28,65%	-45	-32,85%	-44	-91,67%

**Příloha č. 4. Vertikální analýza aktiv a pasiv**

Označ.	Položka rozvahy (v tis. Kč)	Rok			
		2006	2007	2008	2009
AKTIVA CELKEM		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A	Pohledávky za upsaný základní kapitál				
B	Dlouhodobý majetek	49,02%	48,87%	52,03%	52,33%
B.I.	Dlouhodobý nehmotný majetek		3,74%	3,45%	2,83%
B.II.	Dlouhodobý hmotný majetek	49,02%	45,12%	48,58%	49,50%
B.II.1.	Pozemky				
B.II.2.	Stavby	28,81%	27,66%	28,10%	33,76%
B.II.3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	18,51%	15,83%	17,21%	15,42%
B.II.6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,50%	0,44%	0,40%	0,32%
B.II.7.	Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	1,19%	1,20%	2,87%	
B.III.	Dlouhodobý finanční majetek				
C	Oběžná aktiva	40,69%	44,28%	44,01%	46,34%
C.I.	Zásoby	8,95%	8,88%	7,54%	7,20%
C.I.1.	Materiál	2,15%	2,29%	1,89%	1,97%
C.I.2.	Nedokončená výroba a polotovary				0,09%
C.I.5.	Zboží	6,81%	6,60%	5,65%	5,15%
C.I.6.	Poskytnuté zálohy na zásoby				
C.II.	Dlouhodobé pohledávky	0,35%	0,37%	0,32%	0,16%
C.II.1.	Pohlédávky z obchodních vztahů	0,35%	0,37%	0,32%	0,16%
C.III.	Krátkodobé pohledávky	28,43%	29,85%	28,35%	26,72%
C.III.1.	Pohledávky z obchodních vztahů	24,88%	26,81%	26,11%	24,61%
C.III.6.	Stát - daňové pohledávky	0,15%	0,29%		
C.III.7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1,48%	0,63%	0,68%	0,35%
C.III.8.	Dohadné účty aktivní	0,15%	0,32%	0,00%	0,56%
C.III.9.	Jiné pohledávky	1,77%	1,80%	1,56%	1,19%
C.IV.	Krátkodobý finanční majetek	2,95%	5,17%	7,79%	12,26%
C.IV.1.	Peníze	0,07%	0,13%	0,04%	0,18%
C.IV.2.	Účty v bankách	2,88%	5,04%	7,76%	12,08%
D.	Ostatní aktiva	10,29%	6,85%	3,96%	1,33%
D.I.	Časové rozlišení	10,29%	6,85%	3,96%	1,33%
D.I.1.	Náklady příštích období	10,29%	6,85%	3,96%	1,33%
D.I.2.	Komplexní náklady příštích období				
D.I.3.	Příjmy příštích období				
PASIVA CELKEM		100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
A	Vlastní kapitál	44,72%	45,33%	50,72%	55,15%
A.I.	Základní kapitál	38,94%	39,08%	41,72%	40,83%
A.I.1.	Základní kapitál	38,94%	39,08%	41,72%	40,83%
A.II.	Kapitálové fondy				
A.III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	0,26%	0,26%	0,30%	0,41%
A.III.1.	Zákonný rezervní fond	0,26%	0,26%	0,30%	0,41%
A.IV.	Výsledek hospodaření minulých let	5,84%	5,54%	6,37%	8,40%
A.IV.1.	Nerozdělený zisk minulých let	5,84%	5,54%	6,37%	8,40%
A.IV.2.	Neuhrazená ztráta z minulých let				
A.V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období	-0,32%	0,45%	2,33%	5,50%

<b>B</b>	<b>Cizí zdroje</b>	54,99%	54,46%	49,13%	44,78%
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>		0,00%	0,00%	0,00%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	8,33%	6,81%	2,07%	1,82%
B.II.1.	Závazky z obchodních vztahů	6,39%			
B.II.9.	Jiné závazky		5,10%		
B.II.10.	Odložený daňový závazek	1,93%	1,71%	2,07%	1,82%
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	36,82%	39,55%	40,30%	42,95%
B.III.1.	Závazky z obchodních vztahů	26,73%	29,01%	27,53%	21,57%
B.III.5.	Závazky k zaměstnancům	4,59%	4,88%	6,04%	7,33%
B.III.6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	2,43%	2,45%	3,31%	4,40%
B.III.7.	Stát - daňové závazky	2,07%	2,00%	2,13%	3,33%
B.III.8.	Krátkodobé přijaté zálohy	0,01%			
B.III.10.	Dohadné účty pasivní	0,69%	0,87%	0,95%	5,98%
B.III.11.	Jiné závazky	0,31%	0,35%	0,34%	0,33%
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	9,83%	8,10%	6,76%	
B.IV.1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	9,83%	8,10%	6,76%	
B.IV.2.	Bankovní úvěry krátkodobé				
<b>C</b>	<b>Ostatní pasiva</b>	0,29%	0,21%	0,15%	0,08%
<b>C.I.</b>	<b>Časové rozlišení</b>	0,29%	0,21%	0,15%	0,08%
C.I.1.	Výdaje příštích období				
C.I.2.	Výnosy příštích období	0,29%	0,21%	0,15%	0,08%

## Příloha č. 5

## Horizontální analýza nákladů a výnosů

označ.	Položka VZZ (v tis. Kč)/Rok	2007/2006		2008/2007		2009/2008	
		abs. Δ	rel. Δ	abs. Δ	rel. Δ	abs. Δ	rel. Δ
I.	Tržby za prodej zboží	9 234	12,05%	-2 149	-2,50%	-16 436	-24,44%
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	7 319	12,58%	-876	-1,34%	-12 750	-24,58%
+	Obchodní marže	1 915	10,39%	-1 273	-6,26%	-3 686	-23,95%
II.	Výkony	12 720	10,66%	4 915	3,72%	-1 445	-1,07%
II.1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	12 302	10,67%	6 209	4,86%	-2 632	-2,01%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti	0		0		57	100,00%
II.3.	Aktivace	418	10,38%	-1 294	-29,11%	1 130	26,40%
B.	Výkonová spotřeba	6 956	9,56%	1 211	1,52%	-3 247	-4,18%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	6 109	10,03%	1 979	2,95%	-4 433	-6,86%
	Spotřeba materiálu	5 480	9,77%	2 507	4,07%	-4 329	-7,25%
	Spotřeba energie	629	13,00%	-528	-9,66%	-104	-2,15%
B.2.	Služby	847	7,15%	-768	-6,05%	1 186	9,05%
+	Přidaná hodnota	7 679	11,81%	2 431	3,34%	-1 884	-2,57%
C.	Osobní náklady	6 739	11,01%	508	0,75%	-3 023	-4,62%
C.1.	Mzdové náklady	5 181	11,69%	418	0,84%	-1 266	-2,60%
	z toho Ostatní osobní náklady	281	16,76%	347	17,72%	-623	-37,04%
C.2.	Odměny členům orgánů spol. a druž.	-45	-14,75%	-20	-7,69%	0	
C.3.	Náklady na sociál. zab. a zdrav. poj.	1 634	10,13%	107	0,60%	-1 848	-11,53%
C.4.	Sociální náklady	-31	-6,71%	3	0,70%	91	17,33%
	z toho: Sociál. Nák. nezahrnované	-31	-7,00%	-52	-12,62%	11	2,96%
D.	Daně a poplatky	-20	-13,61%	-10	-7,87%	0	0,00%
E.	Odpisy DHM a DNM	553	18,75%	83	2,37%	206	5,43%
III.	Tržby z prodeje DM a materiálu	-74	-21,57%	1 214	451,30%	-1 027	-225,22%
III.1.	Tržby z prodeje DH majetku	0		460		-460	
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	-74	-21,57%	754	280,30%	-567	-124,34%
F.	Zůstatková cena prod. DM a mat.	-21	-7,19%	861	317,71%	-862	-319,26%
F.1.	Zůstatková cena prodaného DM	0		444		-444	
F.2.	Prodaný materiál	-21	-7,19%	417	153,87%	-418	-154,81%
G.	Změna st. Rez. a OP. v prov. oblasti	-162	450,00%	388	-195,96%	-9	-4,97%
IV.	Ostatní provozní výnosy	-1 068	-52,82%	-385	-40,36%	1 231	68,39%
H.	Ostatní provozní náklady	-757	-34,27%	-252	-17,36%	-18	-1,52%
V.	Převod provozních výnosů	0		0		0	
I.	Převod provozních nákladů	0		0		0	
*	Provozní výsledek hospodaření	205	34,92%	1 682	212,37%	2 026	45,02%
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů	0		0		0	
VII.	Výnosy z DFM	0		0		0	
VIII.	Výnosy z KFM	0		0		0	
K.	Náklady z finančního majetku	0		0		0	
IX.	Výnosy z přeceněných CP a derivátů	0		0		0	
L.	Náklady z přecen. CP a derivátů	0		0		0	
M.	Změna st. rez. a OP ve fin. oblasti	0		0		0	
X.	Výnosové úroky	-8	-66,67%	1	25,00%	1	16,67%
N.	Nákladové úroky	288	157,38%	-161	-34,18%	-172	-124,64%
XI.	Ostatní finanční výnosy	0		0		0	

O.	Ostatní finanční náklady	-8	-4,17%	30	16,30%	-49	-29,70%
XII.	Převod finančních výnosů	0		0		0	
P.	Převod finančních nákladů	0		0		0	
*	Finanční výsledek hospodaření	-288	79,34%	132	-20,28%	222	-74,75%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	-586	-135,33%	664	-433,99%	217	29,81%
Q.1.	- splatná	-194	-100,00%	362		490	57,51%
Q.2.	- odložená	-392	-164,02%	302	-197,39%	-273	220,16%
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	503	-240,67%	1 150	391,16%	2 031	58,45%
XIII.	Mimořádné výnosy	0		0		0	
R.	Mimořádné náklady	0		0		0	
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti	0		0		0	
S.1.	- splatná	0		0		0	
S.2.	- odložená	0		0		0	
**	Mimořádný výsledek hospodaření	0		0		0	
T.	Převod podílu na VH společníkům	0		0		0	
***	Výsledek hospodaření za účetní období	503	-240,67%	1 150	391,16%	2 031	58,45%
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	-83	-37,05%	1 814	1286,52%	2 248	53,49%



## Příloha č. 6

## Vertikální analýza nákladů a výnosů

Označ.	Položka VZZ (v tis. Kč)/Rok	rok			
		2006	2007	2008	2009
I.	Tržby za prodej zboží	66,43%	67,26%	62,53%	51,26%
A.	Náklady vynaložené na prodej zboží	50,44%	51,32%	48,28%	39,53%
+	Obchodní marže	15,98%	15,94%	14,25%	11,73%
II.	Výkony	103,49%	103,48%	102,35%	103,31%
II.1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
II.2.	Změna stavu zásob vlastní činnosti				0,04%
II.3.	Aktivace	3,49%	3,48%	2,35%	3,26%
B.	Výkonová spotřeba	63,10%	62,47%	60,47%	59,21%
B.1.	Spotřeba materiálu a energie	52,83%	52,52%	51,56%	49,22%
	Spotřeba materiálu	48,63%	48,24%	47,87%	45,54%
	Spotřeba energie	4,19%	4,28%	3,69%	3,68%
B.2.	Služby	10,27%	9,95%	8,91%	9,99%
+	Přidaná hodnota	56,37%	56,96%	56,13%	55,82%
C.	Osobní náklady	53,09%	53,26%	51,16%	49,89%
C.1.	Mzdové náklady	38,44%	38,79%	37,31%	37,09%
	z toho Ostatní osobní náklady	1,45%	1,53%	1,72%	1,28%
C.2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0,26%	0,20%	0,18%	0,18%
C.3.	Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	13,99%	13,92%	13,35%	12,21%
C.4.	Sociální náklady	0,40%	0,34%	0,32%	0,40%
	z toho: Sociální náklady nezahrnované	0,38%	0,32%	0,27%	0,28%
D.	Daně a poplatky	0,13%	0,10%	0,09%	0,09%
E.	Odpisy DHM a DNM	2,56%	2,74%	2,68%	2,89%
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	0,30%	0,21%	1,11%	0,35%
III.1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku			0,34%	
III.2.	Tržby z prodeje materiálu	0,30%	0,21%	0,76%	0,35%
F.	Zůstatková cena prodaného DM a materiálu	0,25%	0,21%	0,85%	0,21%
F.1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku			0,33%	
F.2.	Prodaný materiál	0,25%	0,21%	0,51%	0,21%
G.	Změna stavu rezerv a opr. položek v prov. oblasti	-0,03%	-0,16%	0,14%	0,14%
IV.	Ostatní provozní výnosy	1,75%	0,75%	0,43%	1,37%
H.	Ostatní provozní náklady	1,92%	1,14%	0,90%	0,90%
V.	Převod provozních výnosů				
I.	Převod provozních nákladů				
*	Provozní výsledek hospodaření	0,51%	0,62%	1,85%	3,43%
VI.	Tržby z prodeje cenných papírů				
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku				
VIII.	Výnosy z krátkodobého finančního majetku				
K.	Náklady z finančního majetku				
IX.	Výnosy z přeceněných cenných papírů a derivátů				

L.	Náklady z přeceněných cenných papírů a derivátů				
M.	Změna stavu rezerv a opr. položek ve fin. oblasti				
X.	Výnosové úroky	0,01%	0,00%	0,00%	0,00%
N.	Nákladové úroky	0,16%	0,37%	0,23%	0,11%
XI.	Ostatní finanční výnosy				
O.	Ostatní finanční náklady	0,17%	0,14%	0,16%	0,13%
XII.	Převod finančních výnosů				
P.	Převod finančních nákladů				
*	Finanční výsledek hospodaření	-0,31%	-0,51%	-0,39%	-0,23%
Q.	Daň z příjmů za běžnou činnost	0,38%	-0,12%	0,38%	0,55%
Q.1.	- splatná	0,17%	0,00%	0,27%	0,65%
Q.2.	- odložená	0,21%	-0,12%	0,11%	-0,09%
**	Výsledek hospodaření za běžnou činnost	-0,18%	0,23%	1,08%	2,65%
XIII.	Mimořádné výnosy				
R.	Mimořádné náklady				
S.	Daň z příjmů z mimořádné činnosti				
S.1.	- splatná				
S.2.	- odložená				
**	Mimořádný výsledek hospodaření				
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům				
***	Výsledek hospodaření za účetní období	-0,18%	0,23%	1,08%	2,65%
****	Výsledek hospodaření před zdaněním	0,19%	0,11%	1,46%	3,20%







**Příloha č. 10****Stanovení WACC****a) Stanovení nákladů na vlastní kapitál****I. Bezriziková úroková míra**

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
Bezriziková úroková míra	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%

**II. Stanovení rizikové přírážky  $R_{LA}$** 

Položka v tis. Kč/Rok	2006	2007	2008	2009
Vlastní kapitál (VK)	29 632	29 926	31 369	34 844
Bankovní úvěry (BÚ) prům. stav	6 516	5 932	4 765	2 091
Úplatné zdroje (UZ)	36 148	35 858	36 134	36 935
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%

**III. Stanovení rizikové přírážky  $R_{podnikatelské}$** 

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
UZ (tis. Kč)	36 148	35 858	36 134	36 935
A (tis. Kč)	66 256	66 013	61 847	63 183
Ú (tis. Kč)	183	471	310	138
BU (tis. Kč) průměrný stav	6 516	5 932	4 765	2 091
UZ/A	0,54558078	0,54319604	0,58424014	0,58456389
Ú/BU	0,02808471	0,07939987	0,06506454	0,06601292
EBIT	407	612	2 265	4 341
EBIT/A (ROA)	0,0061	0,0093	0,0366	0,0687
X1	0,0153	0,0431	0,0380	0,0386
ROA > 0 a zároveň	ROA < X1	ROA < X1	ROA < X1	ROA > X1
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%
$(X1 - ROA)^2$	0,000084	0,001146	0,000002	0,000907
$(10 * X1^2)$	0,002348	0,018602	0,014450	0,014891

**IV. Stanovení rizikové přírážky  $R_{finstab}$** 

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
OA (tis. Kč)	26 957	29 231	27 220	29 277
KZ (tis. Kč)	24 398	26 106	24 927	27 138
Celková likvidita podniku	1,10	1,12	1,09	1,08
L3 podle odvětví	0,4	1,3	0,86	0,62
XL	1,25	1,3	1,25	1,25
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%
$(XL - \text{celková likvidita})^2$	0,0211	0,0325	0,0250	0,0293
$10 * (XL - 1)^2$	0,625	0,9	0,625	0,625

## V. Stanovení rizikové přírážky $R_{finstr}$

*Výpočet WACC (MM I)*

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%
WACC	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%

*Výpočet  $R_E$*

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
WACC	0,1573	0,1905	0,1356	0,1436
UZ/A	0,5456	0,5432	0,5842	0,5846
(1-t)	0,76	0,76	0,79	0,80
$\bar{U}/(BU+OBL)$	0,0281	0,0794	0,0651	0,0660
VK/A	0,4472	0,4533	0,5072	0,5515
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%

*Výpočet  $R_{finstr}$*

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$WACC_U$	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%
$R_{finstr}$	2,99%	2,58%	1,28%	0,54%

## VI. Stanovení $R_E$

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
$R_F$	3,77%	4,28%	4,55%	4,67%
$R_{LA}$	5%	5%	5%	5%
$R_{podnikatelské}$	3,59%	6,16%	0,01%	0,00%
$R_{finstab}$	3,37%	3,61%	3,99%	4,69%
$R_{finstr}$	2,99%	2,58%	1,28%	0,54%
$R_E$	18,72%	21,64%	14,84%	14,90%

### b) Stanovení WACC

Položka/Rok	2006	2007	2008	2009
D	36 624	36 087	30 478	28 339
E	29 632	29 926	31 369	34 844
t	24%	24%	21%	20%
$WACC_U$	15,73%	19,05%	13,56%	14,36%
WACC	11,06%	13,54%	10,79%	12,02%

**Příloha č. 11 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2007/2006**

		EVA		Ukazatel																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
--	--	-----	--	----------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--



**Příloha č. 12 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2008/2007**

EVA		Ukazatel	
-6 180,71	-3 210,15	$T_0$	$T_1$
2 970,56	-0,4806	rozdílný	výnos
2 970,56		absolutní vliv	
VK	*	$(ROE - R_E)$	
29 926 31 369		-0,2065	-0,1023
1 443 0,0482		0,1042	-0,5045
-222,85		3 193,41	
ROE	-	$R_E$	
0,0098 0,0460		0,2164	0,1484
0,0362 3,6856		-0,0680	-0,3142
1 109,70		2 083,71	
$R_F$		+	$R_{LA}$
0,0428 0,0455		0,0500 0,0500	
0,0027 0,0631		0,0000 0,0000	
-82,75		0,00	
		+	$R_{podnikatelstva}$
		0,0616 0,0001	
		-0,0615 -0,9978	
		1 884,69	
		+	$R_{finanab}$
		0,0361 0,0399	
		0,0038 0,1060	
		-117,37	
		+	$R_{finanr}$
		0,0258 0,0128	
		-0,0130 -0,5046	
		399,14	
EAT/EBIT	*	ROA	*
0,4804 0,6375		0,0093 0,0366	
0,1571 0,3271		0,0274 2,9503	
228,25		976,12	
EBIT/V	*	V/A	
0,003 0,010		3,3197 3,6014	
0,007 2,641		0,2817 0,0849	
910,95		65,16	
V		/	A
219 141 222 736		66 013 61 847	
3 595 0,0164		-4 166 -0,0631	
-410,26		475,42	
DA	+	Zásoby	+
32 260 32 177		5 864 4 664	
-83 -0,0026		-1 200 -0,2046	
9,47		136,94	
		+	Dl. pohledávky
		245 201	
		-44 -0,1796	
		5,02	
		+	Pohledávky
		19 707 17 535	
		-2 172 -0,1102	
		247,87	
		+	KFM
		3 415 4 820	
		1 405 0,4114	
		-160,34	
		+	Ostatní A
		4 522 2 450	
		-2 072 -0,4582	
		236,45	
1	-	$N_{provoz}/V$	-
1,00 1,00		0,9964 0,9889	
0,00 0,00		-0,0075 -0,0075	
0,00		925,92	
		-	$N_{finan}/V$
		0,0030 0,0024	
		-0,0006 -0,2129	
		78,64	
		+	$N_{zrobky}/V$
		0,0021 0,0014	
		-0,0008 -0,3525	
		-93,60	

Příloha č. 13 Pyramidový rozklad ukazatele EVA-Equity pomocí funkcionální metody za období 2009/2008																									
EVA				Ukazatel																					
-3 210,15		-1 717,82		T <sub>0</sub>		T <sub>1</sub>																			
1 492,33		-0,4649		rozdl		výnos																			
1 492,33				absolutní vlv																					
VK				* (ROE-R <sub>E</sub> )																					
31 369		34 844		-0,1023		-0,0493																			
3 475		0,1108		0,0530		-0,5182																			
-263,47				1 755,80																					
ROE				- R <sub>E</sub>																					
0,0460		0,0997		0,1484		0,1490																			
0,0537		1,1665		0,0007		0,0045																			
1 777,74				-21,94																					
R <sub>F</sub>				+ R <sub>L,A</sub>				+ R <sub>podnikatelské</sub>				+ R <sub>instab</sub>													
0,0455		0,0467		0,00		0,00		0,0001		0,00		0,0399		0,0469											
0,0012		0,0264		0,00		0,00		-0,0001		-1,00		0,0069		0,1736											
-39,73				0,00				4,43				-229,64													
EAT/EBIT				* ROA				* A/VK																	
0,6375		0,8005		0,0366		0,0687		1,9716		1,8133															
0,1630		0,2556		0,0321		0,8760		-0,1583		-0,0803															
535,47				1 442,98				-200,71																	